



INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO

Mestrado em Gestão Financeira

Gestão de Tesouraria no Curto Prazo Análise das Fontes de Financiamento nas PME

SANDRA GOMES ROLO

Dissertação apresentada no Instituto Superior de
Gestão para obtenção do Grau de Mestre em
Gestão Financeira

Orientador: Prof. Doutor Álvaro Lopes Dias

LISBOA
(2020)

RESUMO

Num contexto de incerteza nos últimos anos, as tesourarias das PME foram afetadas no acesso ao financiamento. A gestão de tesouraria torna-se cada vez mais importante dentro das empresas a curto prazo para garantir um adequado desempenho no longo prazo.

Pretendeu-se analisar a gestão da tesouraria pelas PME e como estas podem afetar a escolha das fontes de financiamento mais utilizadas e analisar as variáveis que detêm maior impacto segundo a dimensão das empresas.

A recolha dos dados foi feita com base num estudo de natureza quantitativa através dos indicadores extraídos numa base documental. A amostra é constituída por empresas portuguesas representativas de todos os setores de atividade durante um período de dez anos.

Os principais resultados evidenciam que as PME recorrem mais ao financiamento obtido face as outras alternativas seja qual for a sua classe dimensional. A escolha quanto ao recurso de fontes externas mostra ser influenciada pelos indicadores. Contudo, este estudo contribui para uma melhor compreensão quanto à gestão da tesouraria das PME.

Palavras-chave: Micro, Pequenas e Médias Empresas (PME), Gestão de Tesouraria, Fontes de Financiamento

ABSTRACT

In a context of uncertainty in recent years, SME treasuries have been affected in terms of access to finance. Treasury management is becoming increasingly important within companies in the short term to ensure adequate performance in the long term.

It was intended to analyze the treasury management by SMEs and how they can affect the choice of the most used financing sources and to analyze the variables that have the greatest impact according to the size of the companies.

The data collection was carried out based on a quantitative study using indicators extracted on a documentary basis. The sample consists of Portuguese companies representing all sectors of activity for a period of ten years.

The main results show that SMEs make more use of the financing obtained compared to other alternatives, whatever their size class. The choice of resource from external sources appears to be influenced by the indicators. However, this study contributes to a better understanding of the treasury management of SMEs.

Keyword: Micro, Small and Medium Enterprises (SMEs), Treasury Management, Financing
Source

AGRADECIMENTOS

Pretendo expor o meu grande agradecimento aos docentes e colegas que contribuíram diretamente e indiretamente para o desenvolvimento do meu estudo, como para a aquisição de competências.

Agradeço, principalmente, ao meu orientador, o Professor Doutor Álvaro Dias, pela sua orientação, opinião e disponibilidade apresentada no decorrer desta investigação que sempre me incentivaram a seguir os meus objetivos.

À minha família, especialmente, ao meu marido e filho, um grande agradecimento por toda a paciência, apoio demonstrada permitindo a conclusão desta dissertação. Agradeço também a todas as pessoas cuja colaboração tornaram este trabalho possível.

Muito obrigada.

“Não há uma estrutura organizacional certa.
A organização tem de se adaptar às tarefas da empresa e não o contrário”

Peter Drucker

TABELA DE ABREVIATURAS

CP	- Capital Próprio
D	- Dimensão
EMIC	- Empréstimos de Instituições de Crédito
EMEP	- Empréstimos de Empresas Participadas
EMOF	- Empréstimos de Outros Financiadores
FO	- Financiamento Obtido
FOR	- Fornecedores
GF	- Gestão financeira
IES	- Informação Empresarial Simplificada
LG	- Liquidez geral
NFM	- Necessidades de fundo de maneo
PME	- Micro, Pequenas e Médias Empresas
PMI	- Prazo médio de inventário
PMP	- Prazo médio de pagamento
PMR	- Prazo médio de recebimento
POC	- Plano Oficial de Contas
RP	- Restantes Passivos
SNC	- Sistema de Normalização Contabilística
SPSS	- Statistical Package for the Social Sciences
TL	- Tesouraria líquida
TD	- Títulos de Dívida

ÍNDICE GERAL

1.	INTRODUÇÃO	1
1.1	TEMÁTICA.....	1
1.2	DESCRIÇÃO DO PROBLEMA	2
1.3	OBJETIVOS	3
1.3.1	GERAL.....	3
1.3.2	ESPECÍFICOS	3
1.4	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	4
2.	REVISÃO DA LITERATURA E MODELO TEÓRICO.....	5
2.1	CONCEITOS ESSENCIAIS	10
2.1.1	LIQUIDEZ	10
2.1.2	TESOURARIA LÍQUIDA	11
2.1.3	PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTO	13
2.1.4	PRAZO MÉDIO DE RECEBIMENTO	14
2.1.5	PRAZO MÉDIO DE INVENTÁRIO	15
2.1.6	DIMENSÃO	17
2.1.7	FINANCIAMENTO.....	18
2.2	ESTADO DA ARTE	20
2.3	ENQUADRAMENTO TEÓRICO	25
2.3.1	A LIQUIDEZ, O PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTO, RECEBIMENTO, INVENTÁRIO E A DIMENSÃO.....	25
2.3.2	A DIMENSÃO E AS FONTES DE FINANCIAMENTO.....	28
2.3.3	A TESOURARIA LÍQUIDA E A DIMENSÃO	31
2.3.4	A LIQUIDEZ GERAL E AS FONTES DE FINANCIAMENTO	33
2.3.5	A LIQUIDEZ GERAL, PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTO, RECEBIMENTO, INVENTÁRIO E A DÍVIDA REMUNERADA.	36
2.4	MODELO DE HIPÓTESES	40
3.	MÉTODOS.....	41
3.1	PROCEDIMENTOS E DESENHO DA INVESTIGAÇÃO	41
3.2	AMOSTRA, POPULAÇÃO E PARTICIPANTES.....	42
3.3	MEDIDAS E INSTRUMENTOS DE RECOLHA DE DADOS E VARIÁVEIS.....	44
3.4	PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS	45

4.	ANÁLISE DOS DADOS OBTIDOS E DISCUSSÃO	46
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA	46
4.2	TESTE DAS HIPÓTESES	55
4.2.1	CORRELAÇÕES DE PEARSON.....	55
4.2.2	REGRESSÃO LINEAR	62
5.	CONCLUSÕES.....	89
5.1	DISCUSSÃO E IMPLICAÇÕES PARA A TEORIA.....	89
5.2	IMPLICAÇÕES PARA A GESTÃO	93
5.3	LIMITAÇÕES E FUTURAS INVESTIGAÇÕES	94
6.	BIBLIOGRAFIA.....	96

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1- Modelo das Hipóteses.....	40
--	----

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Número Anual Médio de Empresas por Classe Etária e Dimensão.....	50
Gráfico 2 - Liquidez Geral.....	51
Gráfico 3 - Tesouraria Líquida	51
Gráfico 4 - Fontes de Financiamento.....	52
Gráfico 5 - Composição dos Financiamentos Obtidos	53
Gráfico 6 - Rácios de Atividade	54

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Micro, Pequenas e Médias Empresas por Dimensão	43
Tabela 2 - Classificação das Dimensões das PME	44
Tabela 3 - Amostra das PME.....	46
Tabela 4 - Estatística Descritiva das Variáveis segundo à sua Dimensão	46
Tabela 5 - Correlações de Pearson das Variáveis entre 2007 a 2017	56
Tabela 6 - Resultados da Análise de Variância e da regressão múltipla para a variável Dimensão	63
Tabela 7 - Resultados da Análise de Variância e da regressão simples para a variável Capital Próprio	65
Tabela 8 - Resultados da Análise de Variância e da regressão simples para a variável Financiamento Obtido	66
Tabela 9 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Fornecedores	67
Tabela 10 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Restantes Passivos	68
Tabela 11 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Dimensão	70
Tabela 12 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Capital Próprio	72
Tabela 13 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Financiamento Obtido	73
Tabela 14 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Fornecedores.....	74
Tabela 15 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Restantes Passivos	75
Tabela 16 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para os Empréstimos de Instituições de Crédito	77

Tabela 17 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para os Empréstimos de Instituições de Crédito sem a variável moderadora.....	78
Tabela 18 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para os Empréstimos de Outros Financiadores	80
Tabela 19 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para os Empréstimos de Outros Financiadores sem a variável moderadora.....	81
Tabela 20 - Resultados da Análise de variância e de regressão múltipla para os Empréstimos de Empresas Participadas	83
Tabela 21 - Resultados da Análise de variância e de regressão múltipla para os Empréstimos de Empresas Participadas sem a variável moderadora.....	84
Tabela 22 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para os Títulos de Dívida	85
Tabela 23 - Resultados da análise de Variância e de regressão múltipla para os Títulos de Dívida sem a variável moderadora	87
Tabela 24 - Validação das Hipóteses.....	89

1. INTRODUÇÃO

1.1 TEMÁTICA

Ao longo dos anos, às micro, pequenas e médias empresas (PME) nacionais e internacionais têm vindo a compor cada vez mais o tecido empresarial, nomeadamente, o português, pois são fornecedores de oportunidades de emprego e contribuem para o desenvolvimento do país. Conforme Apud Neto e Filho, J. (2007), as PME para além de desenvolver economicamente uma região, são incentivadores de competência e influenciam para o crescimento do emprego. Sendo o segmento em Portugal como noutras economias europeias, a principal fonte de emprego e produção, torna-se primordial o estudo das mesmas, de modo, não colocar sob ameaça a sua viabilidade, antes pelo contrário, promover a sua continuidade no mercado e desejável crescimento.

A instabilidade vivida nos últimos anos, requer por parte das organizações melhorias e revisões em termos de ativos para garantir uma estabilidade financeira. Perante as informações do Banco de Portugal os endividamentos das empresas têm vindo a aumentar desde os anos 2000, nomeadamente, o recurso aos empréstimos bancários. Neste contexto, as tesourarias das empresas têm sido afetadas, algumas delas ainda se encontram a recuperar dessa situação. Em tempos de crise, é evidente que as empresas se deparam com problemas de falta de liquidez, como forma de ultrapassar recorrem ao financiamento externo ou outras formas, como o financiamento interno recorrendo aos capitais próprios, sendo um fator preocupante para os gestores. Mota et al. (2012), salientam a importância dos recursos serem essenciais para fazer face as dificuldades, necessitando estimar as despesas associadas.

Segundo Tavares et al. (2015), o financiamento externo mais recorrido pelas PME em Portugal é o financiamento bancário. Sendo um dos assuntos muito significativo na área das finanças é fundamental conhecer as fontes de financiamento para compreender a composição de financiamento por parte de uma empresa (Gitman, 2002; Penãloza, 2005; Song, 2005).

Conforme (Menezes, 2005), refere ser necessário uma boa utilização de recursos, uma vez que as escolhas assumem repercussões a longo termo. A administração das operações monetárias é

um fator importante para a atividade das empresas, pois tem por base a gestão dos ativos e passivos circulantes que são essenciais para o futuro das empresas, e consequentemente, capazes de comprometer o crescimento e até mesmo a sobrevivência das mesmas. Neste âmbito, é importante estudar as implicações da tesouraria nas organizações, o seu impacto ao recorrer as fontes externas.

A temática deste estudo torna-se relevante em estudar a gestão de tesouraria das PME e de que forma tem capacidade de influenciar no recurso as fontes de financiamento e quais as suas implicações nas PME. Dada a relevância do tema, vários estudos têm-se realizado, embora poucos relacionados com micro, pequenas e médias empresas, principalmente em Portugal, sobre o impacto que a gestão financeira possa ter no financiamento.

Os diversos acontecimentos económicos no nosso país motivaram um crescimento crescente em aprofundar a gestão da tesouraria. Importa agora referir as razões que levaram na seleção do tema. Em primeiro, prende-se com a tomada de conhecimento das diversas fontes de financiamento e da gestão de tesouraria nas PME. Outro fator foi analisar a forma como as empresas devem gerir de forma eficiente as suas contas a receber e pagar. Também pela razão de que em tempos de crise, a redução no consumo coloca as empresas em dificuldades na obtenção de financiamentos e aumenta a preocupação no dia-a-dia das empresas portuguesas, revelando-se do maior interesse aprofundar este tema.

1.2 DESCRIÇÃO DO PROBLEMA

A crise do crédito hipotecário provocou uma crise de desconfiança geral no sistema financeiro e por outro lado a falta de liquidez bancária, mesmo aqueles que não usavam títulos foram afetados na sequência dessa crise e afetando a sua solvência. Porém, perante essa conjuntura enorme imensas empresas alteraram a sua estrutura financeira com o objetivo de garantir o equilíbrio financeiro. O recurso ao financiamento fez com que as empresas se tivessem de adaptar ao mercado.

A atual exigência por parte dos mercados obriga as empresas portuguesas a reverem a sua gestão financeira e de se preparar para oportunidades que possam surgir. Em tempos de crise, a gestão empresarial é um centro de preocupação para qualquer empresa, no sentido de melhorar a

sua gestão de tesouraria. Visto que as PME são um elemento importante para a economia portuguesa e tendo em conta que contribuem para o emprego e crescimento do país, é possível afirmar que a gestão de tesouraria no curto prazo das PME constitui um direito e uma obrigação na tomada das decisões sobre o investimento (Pinto, Rodrigues, Melo e Moreira, 2006).

A presente temática relaciona a gestão de tesouraria no curto prazo como o seu impacto posterior no recurso às fontes de financiamento das PME escolhidas e promover o desenvolvimento da investigação empírica ligada com as seguintes questões de pesquisa: os indicadores de atividade, equilíbrio financeiro e liquidez influenciam a dimensão das PME e de que forma a dimensão das PME, influenciada pelos indicadores afeta as fontes de financiamento e a sua escolha.

Dessa forma, é pertinente perceber todo o seu contexto, uma vez que ainda existe muito para desenvolver e investigar. Por outro lado, a importância da gestão de tesouraria na tomada de decisões financeiras para uma previsão eficaz das necessidades de fundo dentro de uma organização, no sentido de cumprir com os deveres.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 GERAL

O presente trabalho tem como objetivo geral analisar a gestão de tesouraria usada pelas PME através dos indicadores como a liquidez, o PMP, o PMR, o PMI e a tesouraria líquida que detém maior impacto no recurso ao financiamento e as mais usadas.

1.3.2 ESPECÍFICOS

De acordo com o tema do estudo e com base no objetivo geral foram delineados os seguintes objetivos específicos:

- Conhecer os indicadores, identificando cada um deles, de que forma podem afetar as PME e perceber quais é que detêm maior influência nas três classes dimensionais.

- Verificar a existência de uma relação entre os indicadores da liquidez, funcionamento e do equilíbrio financeiro de curto prazo da gestão de tesouraria e as variáveis definidas para as fontes de financiamento.
- Conhecer as fontes de financiamento e as quais as mais utilizadas pelas PME segundo à sua dimensão.
- Analisar a composição dos financiamentos obtidos e quais são as mais utilizadas pelas três classes dimensionais.
- Identificar as variáveis que podem levar as PME no recurso do seu financiamento.
- Perceber o comportamento das PME ao longo dos anos e a compreender o seu desempenho na gestão de tesouraria.

1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta dissertação contém cinco partes estruturais. Inicia-se o trabalho com uma parte introdutiva explicando a temática envolvente da investigação, a formulação do problema, assim como, os objetivos e a estrutura do trabalho.

No segundo capítulo é realizado uma revisão da literatura onde são abordados os conceitos teóricos relativos ao estudo da gestão de tesouraria no curto prazo. Apresenta-se ainda neste capítulo o estado da arte, o enquadramento teórico através de uma revisão da literatura e por fim termina com a apresentação do modelo de hipóteses.

No terceiro capítulo do trabalho são explicadas as diferentes fases da investigação tendo em conta os objetivos do trabalho, desde as fases da pesquisa, a caracterização da amostra, população, os instrumentos de recolha dos dados, as variáveis e por fim os procedimentos para a análise de dados.

No capítulo seguinte referente a análise dos dados obtidos e discussão, regista os dados obtidos com o auxílio do Excel e do SPSS, onde é apresentado a análise da estatística descritiva e dos testes de acordo com as hipóteses formuladas.

Por último, no quinto capítulo é apresentado todas as conclusões desta investigação com uma discussão dos resultados retirados deste trabalho, as implicações para a teoria e para a gestão, as limitações e algumas propostas para futuras investigações.

2. REVISÃO DA LITERATURA E MODELO TEÓRICO

Um dos desafios das organizações, é gerir uma tesouraria, desde a análise das previsões, a sua gestão e o controlo. Neste contexto, as tomadas de decisões financeiras passam pela análise e projeção das necessidades de fundos, ou seja, pela gestão entre a venda ou compra, com o momento do recebimento ou pagamento.

A instabilidade vivida nos últimos anos trouxe uma maior preocupação quanto à gestão de tesouraria nas empresas, como resultado da crise financeira. Em consequência disso, as empresas tiveram fortes limitações em termos de acesso a liquidez, junto das instituições bancárias.

Segundo Pinto et al. (2006) a coordenação de caixa e equivalentes tenta ajustar as saídas e entradas. Para Neves (2012) refere a importância da gestão de tesouraria no qual destaca a gestão dos ativos correntes que compreende a gestão de caixa e equivalentes, a gestão de empréstimos cedido aos clientes, a verificação dos inventários e aplicações de excedentes de tesouraria, a gestão do passivo corrente que engloba a gestão das relações financeiras com os fornecedores, credores correntes, bem como, a cobertura dos défices de tesouraria.

Segundo Nabais & Nabais (2007), a gestão de tesouraria tenta encontrar o saldo médio de tesouraria, fixar o limite da tesouraria e analisar alternativas de financiamento para suprir os défices evitando dívidas por pagar.

Segundo Lacrampe e Causse (1983, p.99) menciona que a definição da tesouraria corresponde ao saldo do que a empresa tem e aquilo que necessita.

Menezes (1999) refere que a tesouraria é influenciada pela gestão do crédito a clientes, das disponibilidades e do crédito obtido a terceiros, pelo que é de extrema importância compreender os conceitos para se obter bons resultados ao nível da gestão de tesouraria.

A teoria financeira tradicional definia como objetivo a maximização do lucro ao passo que na teoria financeira moderna a principal preocupação passou a centrar-se na maximização do valor para os acionistas, que deve ser entendida como o valor atual dos fluxos de caixa. O princípio de maximização do valor dos sócios da empresa, é posto em causa pela necessidade de compatibilização dos diferentes interesses de todas as partes interessadas na empresa, como também, pelo princípio da racionalidade limitada, ou seja, as pessoas tomam decisões racionais unicamente em relação aos aspetos que conhecem e dominam.

Neste sentido, uma empresa que cria valor para os acionistas deverá criar valor para os diversos agentes com que se relaciona. Deste modo, passou-se a assumir que a criação de valor para os acionistas representa a capacidade de criação de valor da empresa, segundo (Neves, 2012).

Neves (2012) refere que a fonte de criação de valor da empresa não é a sua situação financeira, mas sim a sua vantagem competitiva, que pode ser analisada, por exemplo, através do trinómio tecnologia / mercado / produto.

Assim, de acordo com a teoria das finanças, o objetivo crucial deve centrar-se na maximização do valor da empresa, que deverá ter em conta dois aspetos essenciais: a relação entre rendibilidade e risco e, por outro, a capacidade de gerar fluxos de caixa futuros.

Esta problemática, fez com que se definisse como objetivo da gestão e da função financeira, a criação de valor para o acionista, ou seja, a criação de valor. Contudo, as finanças quando são mal geridas podem conduzir ao insucesso, mas também quando são bem geridas não podem por si só explicar o sucesso. Cada vez mais, o sucesso passa pela responsabilidade social da empresa, uma empresa que cria valor, para além dos acionistas, deve criar valor para a sociedade, para a comunidade onde se encontra inserida.

A análise do equilíbrio financeiro é feita segundo duas teorias distintas: a teoria tradicional e a teoria funcional. A primeira estabelece a análise de fundo de maneio e a teoria dos rácios. A segunda a teoria funcional preocupa-se com o as origens e aplicações de fundos, analisando a

relação entre si para cada ciclo financeiro da organização, a partir da construção do balanço funcional (Baptista & Andrade, 2009).

Segundo Nabais & Nabais (2011), a teoria tradicional tem como finalidade perceber a capacidade que a organização tem de satisfazer as suas obrigações de pagamento nas datas exigíveis e que se encontram registadas no balanço. Esta determina duas vertentes para o equilíbrio financeiro existente numa organização: variado fundo de maneo, e de um conjunto de rácios de liquidez e de financiamento.

De acordo com Neves (2012) afirma que a análise do equilíbrio financeiro de uma empresa é importante para que um gestor possa tomar decisões quanto à estrutura financeira da empresa, de modo, a poder decidir sobre a forma de financiamento. Contudo esta regra do equilíbrio financeiro mínimo tradicional tem vindo a ser criticada, uma vez que não tem em conta a natureza dos débitos de curto prazo e respetiva calendarização, e que não contempla a natureza e a eventual ocorrência de rutura dos elementos integrantes do ativo circulante, (Menezes, 2001).

Para João Carvalho das Neves, a abordagem tradicional baseia-se em alguns princípios orientadores: “o equilíbrio estará tanto mais assegurado quanto maior for o capital próprio e menor o alheio”, “verifica-se tanto mais equilíbrio quanto mais os capitais permanentes cobrirem os imobilizados e outros ativos de carácter permanente” e “quanto maior a rendibilidade do capital total em relação ao juro a pagar ao capital alheio, tanto melhor as condições de equilíbrio a prazo”. Estes três princípios conduzem à análise dos rácios de solvabilidade, de autonomia financeira, de liquidez (geral, reduzida e imediata) e do fundo de maneo, (Neves; 2012 p. 124).

Moreira (2001), o princípio tradicional define o fundo de maneo como sendo uma espécie de almofada para as empresas e no qual precisam de possuir uma data de vencimento dos seus financiamentos pelo menos ao período de tempo da utilização dos seus bens. Equitativamente, representa o valor que está a ser aplicado na atividade da empresa, ou seja, corresponde a parte dos capitais permanentes que financiam o ativo fixo e que apresenta uma margem de segurança que uma empresa dispõe a nível financeiro.

Como já foi mencionado o equilíbrio financeiro resulta de uma harmonização entre os tempos de transformação dos ativos em liquidez e o ritmo de transformação das dívidas em exigível. Neste contexto, os financeiros criaram a regra do equilíbrio mínimo em que “os capitais utilizados por uma empresa para financiar uma imobilização, uma existência ou outro ativo, devem permanecer à sua disposição durante um tempo que corresponda, pelo menos, à duração dessa imobilização, existência ou outro ativo”, segundo Neves (2012).

De acordo com a teoria tradicional, a solidez financeira de uma organização é assegurada por um Fundo de Maneio elevado, uma vez que para além de garantir o nível dos ativos fixos através de recursos, garante exatamente, diferentes formas de financiamento para um determinado bem circulante, (Batista & Andrade, 2004).

O equilíbrio financeiro na teoria tradicional é obtido quando o Fundo de Maneio da organização assume valores positivos. Contudo, e de acordo com Carvalho das Neves (2012) esta conclusão pode induzir em erro, uma vez que esta análise é demasiado estática, pois parte do princípio que a empresa parasse a sua atividade o que é contraditório com o princípio contabilístico da continuidade dos exercícios em que assenta o balanço.

Para além do Fundo de Maneio, a teoria tradicional, como mencionado, baseia-se na análise do equilíbrio financeiro em alguns rácios de liquidez e de financiamento que irão ser abordados mais a frente.

A teoria funcional preocupa-se, maioritariamente, com a estabilidade do equilíbrio funcional entre as entradas e as utilizações de fundos. Em razão disso, existe a necessidade de se estudar a relação existente entre si para cada ciclo financeiro da organização (Batista e Andrade, 2004).

Neves (2012), a análise financeira moderna a partir dos anos 80 começou a preocupar-se nas entradas e investimentos passando a ser designado por análise funcional. O balanço tem como objetivo avaliar em qualquer momento todo o ciclo financeiro de uma organização. Os ciclos financeiros classificam-se em ciclo de investimento, exploração e operações financeiras, ou seja, da tesouraria, mas apresenta algumas limitações que qualquer analista financeiro precisa de ter

em conta como por exemplo a falta da qualidade da informação prestada pela contabilidade e como se devem reclassificar as rubricas do balanço contabilístico.

Segundo Neves (2012) a noção de equilíbrio financeiro foi substituído pela noção de tesouraria líquida e o fundo de maneo é conhecido por ser a parte do capital indispensável ao financiamento para o ciclo de exploração.

Para Nabais & Nabais (2007), o ciclo de exploração é complexo e compreende as operações e resoluções associadas ao aprovisionamento, a produção e a comercialização. Este ciclo assenta essencialmente em fluxos monetários de entrada e saída (pagamentos e recebimentos), sendo este ciclo influenciado pela atividade da empresa e que influência as necessidades financeiras, devendo reduzir-se este ciclo ao máximo.

O fundo de maneo advém da desigualdade nos capitais permanentes e ativo fixo depois das contas de o balanço terem sido reclassificadas. Para Neves (2012), o fundo de maneo representa um limite de conforto constituído pelo excedente dos ativos circulantes em relação às dívidas de curto prazo. Segundo Menezes (1999, p.134), o fundo de maneo não deve ser nem insuficiente, nem excessivo, mas sim situar-se ao nível das necessidades de fundo de maneo.

No que diz respeito ao conceito de necessidades em fundo de maneo está ligada à necessidade de financiamento do ciclo de exploração. Neste contexto, o nível das NFM depende do setor em que as empresas atuam, das práticas de gestão de negócio, da tecnologia utilizada, do volume de negócios e por último da gestão global ao nível do ciclo de exploração segundo Neves (2012).

Conforme refere Moreira (98, p.145), citando Cohen “o conceito de fundo de maneo mantém uma importância que, não sendo já exclusiva, nem preponderante, não pode ser subestimada, apesar da renovação dos instrumentos no diagnóstico financeiro”. O mesmo autor mostra igualmente que a tesouraria líquida é independente das decisões financeiras de curto prazo.

A tesouraria líquida é um indicador do equilíbrio financeiro e que resulta da diferença entre os recursos que são libertados das decisões de investimentos e financiamento a médio/longo prazo, ou seja, do FM e das NFM. Podemos daqui deduzir que um excesso do fundo de maneo em

relação às suas necessidades se traduz numa situação de tesouraria líquida positiva, isto é, em possuir um remanescente de caixa. Neste caso, estamos perante sinais de equilíbrio financeiro. No entanto, uma situação de tesouraria líquida demasiado elevada poderá ser sinónimo de ineficácia na utilização dos recursos disponíveis. Um desequilíbrio terá que ser resolvido sob pena de a empresa passar a ter dificuldades no cumprimento dos prazos dos financiamentos que se vão aproximando da sua maturidade. A situação de equilíbrio desejável dá-se quando o fundo de maneo se aproxima das respetivas necessidades, traduzindo-se numa tesouraria líquida nula.

2.1 CONCEITOS ESSENCIAIS

2.1.1 LIQUIDEZ

Conforme Sharpe et al. (1995), consideram que a liquidez é a capacidade que os investidores possuem em poder converter ativos em disponibilidades a um preço comparável à anterior transação efetuada com esse mesmo ativo, isto é, a liquidez diz respeito à capacidade de substituir um ativo em dinheiro, por via de uma compra ou de uma venda, sem que haja uma alteração em termos de preço. Segundo Silva & Ferreira (2014), a liquidez diz respeito à capacidade que uma empresa tem em obter imprescindíveis meios para liquidar face às suas obrigações.

Para Silva (2013), a liquidez permite concluir sobre a competência duma empresa pagar as responsabilidades, isto é, com ativos relativamente líquidos. Uma empresa é solvente no curto prazo quando é capaz de fazer face aos pagamentos que derivam do seu ciclo de exploração. Existindo liquidez, existe equilíbrio financeiro de curto prazo.

Segundo Proença (2012), as companhias ao financiar os seus investimentos baseiam-se na teoria da Pecking Order, uma vez que a liquidez varia em sentido contrário. Consequentemente, para Sousa (1990), menciona que os rácios de liquidez são indicadores que fornecem conhecimento sobre a capacidade da empresa para satisfazer as suas incumbências. Os rácios de liquidez avaliam os níveis de tesouraria da empresa e auxiliam os gestores a antecipar problemas e a aproveitar oportunidades.

Dos indicadores, maioritariamente, usados são os rácios de liquidez geral, reduzida e imediata. O rácio de liquidez geral relaciona o ativo corrente sobre o passivo corrente, isto é, permite

analisar o que a empresa consegue transformar em dinheiro no prazo de um ano e aquilo que tem que pagar nesse período. O rácio de liquidez reduzido é utilizado com o mesmo objetivo, mas admite que as existências não podem ser transformadas de imediato em liquidez. Quanto ao rácio de liquidez imediata é usado para saber o nível dos passivos circulantes na liquidez imediata.

Para este estudo científico será considerada a definição de Silva (2013), de liquidez que permite avaliar a facilidade com que uma empresa dispõe de fundos para fazer face aos compromissos e encargos imediatos, ou seja, de curto prazo. A análise dos rácios de liquidez indica a evolução da situação financeira de uma empresa, de modo, a prevenir situações desfavoráveis que possam levar a vender ativos, desnecessariamente, ou a recorrer sistematicamente ao crédito.

2.1.2 TESOURARIA LÍQUIDA

Segundo Martins et al. (2009) referem que a tesouraria líquida corresponde a equação fundamental da tesouraria, ou seja, a diferença entre o FM e as NFM, sendo um indicador mais sensato indicando a liquidez e representando o equilíbrio financeiro já presente.

De acordo com Cohen (1996), a relação fundamental de tesouraria corresponde à análise do equilíbrio financeiro, sendo o indicador designado por tesouraria líquida. A tesouraria líquida corresponde ao ciclo de financiamento de curto prazo, é definida pela diferenciação da tesouraria ativa e passiva.

Conforme Neves (2012), a tesouraria líquida é caracterizada numa relação entre o fundo de maneo e as necessidades de fundo de maneo, sendo um indicador que qualifica justamente o conceito do equilíbrio financeiro. O mesmo autor menciona que o nível de tesouraria é uma decisão interna e que está em sincronia com as suas políticas, objetivos globais da empresa e sua posição face ao meio envolvente. Consideravelmente, mais credível e total em relação a outros indicadores da liquidez, advém em conformidade das políticas estratégicas e operacionais. Em relação à análise da tesouraria líquida, verifica-se que quanto mais elevadas forem as NFM, maior será a TL. Porém, atendendo que o balanço representa a situação económica num dado instante, é de extrema importância analisar a situação da tesouraria.

O indicador está relacionado com o ciclo de financiamento de curto prazo que é calculada pela seguinte regra:

$$\text{Tesouraria Líquida} = \text{Fundo de Maneio Funcional} - \text{Necessidades de Fundo de Maneio} = (\text{Capitais Permanentes} - \text{Ativo Fixo}) - (\text{Necessidades Cíclicas} - \text{Recursos Cíclicos})$$

A equação fundamental da tesouraria mencionada, anteriormente, sugere que a TL é nula ou positiva. Tendo uma tesouraria zero defende a empresa contra alguns riscos, como a supressão do superfluo de liquidez e a dependência em relação as instituições financeiras que oferecem empréstimos, (Duarte, 2009). No entanto, um nível de tesouraria positiva poderá ser indicio de superfluos, em contrapartida, a situação invertida poderá ser um prenúncio de obstáculos nos deveres.

É importante evidenciar que numa TL excedentária indica sinais de solidez financeira, mas não representa carência de complexidades financeiras, porque provém da relação do ativo circulante e das dívidas atuais. Na mesma ótica Breia et al. (2014) evidenciam não ser plausível estimar que tanto a tesouraria e o fundo de maneio sejam os melhores se tiverem valores elevados.

Consequentemente, para Breia et al. (2014) argumentam que deve ser feito uma análise dos vários elementos financeiros de vários anos, no sentido de compreender as razões da atual estrutura da tesouraria. A tesouraria líquida depende das atividades numa organização, tanto ao nível de momento. Pode apresentar um valor positivo, isto se o fundo de maneio for superior a zero e nessa situação estamos num caso benéfico, mas se as necessidades de fundo de maneio estiverem negativas, poderá ser indício de uma má gestão. Uma tesouraria líquida que tenha um valor negativo representa as necessidades de fundo de maneio superiores ao fundo de maneio, do qual se depara a suportar as suas necessidades cíclicas de exploração. Pode existir o caso do fundo de maneio apresentar um valor negativo, o que significa que os recursos da empresa estão subordinados da tesouraria, por conseguinte uma posição dum buraco financeira. Contudo, caso a tesouraria se encontra negativa, a empresa deve tomar medidas de forma a garantir o equilíbrio financeiro (Carrilho et al. 2005).

Com base nas várias definições acima mencionadas, será considerada a definição de Neves (2012) de que a tesouraria tem uma relação com o fundo de maneio e as necessidades de fundo de maneio uma vez que a tesouraria difere de empresa em que a mesma se encontra.

2.1.3 PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTO

Os fornecedores são uma fonte de financiamento muito importante para qualquer empresa, tal como, a existência de prazos. Por norma, as empresas seguem as regras vigentes no mercado, sendo que por vezes a sua dilatação não é possível o que pode indicar a presença de problemas financeiros.

De acordo com (Carrilho et al., 2005), os fornecedores são uma importante fonte de financiamento das empresas e a existência de prazos mais ou menos dilatados depende da posição negocial da empresa.

Para Martins et al (2009), a política de pagamentos aos fornecedores pode diferir de empresa e de setor, pois está relacionado fundamentalmente com o custo efetivo do crédito, do nível de tesouraria que a empresa apresenta e as suas possibilidades de recorrer a fontes de financiamento.

No entanto, segundo Raheman e Nasr (2007) referem que o fato de prolongar o pagamento aos fornecedores induz com que as empresas tenham uma margem para poder analisar a possibilidade de produtos financeiros.

Segundo Neves (2012), menciona que o prazo médio de pagamento corresponde ao tempo médio no qual os compradores demoram a liquidar as dívidas à empresa, isto é, a duração com que os fornecedores estão a financiar a atividade da empresa. Para além da indicação do prazo fornece informações sobre a situação da tesouraria.

Para Serrasqueiro (2014), o prazo médio de pagamento corresponde à dívida que as empresas têm com os fornecedores e o prazo aumenta à medida que a dívida aumenta. As empresas têm a tendência de aumentar esse prazo em vez de pedir empréstimos as instituições financeiras por terem um custo menor e, por conseguinte, investem no capital.

Maness e Zietlow (2005), referem que a otimização das contas a pagar envolve o relatório de pagamento e, por conseguinte, as empresas precisam expandir o prazo médio perante a política de pagamentos estabelecida entre empresas e fornecedores.

De todas as definições acima mencionada, foi estimada o conceito de Neves (2012) que melhor completa e explica o prazo médio de pagamento sendo utilizado para analisar as decisões associadas ao ciclo de exploração de uma empresa, ou seja, é um rácio que explica o funcionamento normal da empresa. O equilíbrio financeiro a curto prazo de uma empresa depende da política que cada empresa obtém junto dos seus fornecedores, daí a importância de conhecer o prazo médio de pagamento das empresas.

2.1.4 PRAZO MÉDIO DE RECEBIMENTO

A capacidade de qualquer empresa em dirigir de forma eficiente os seus ativos é um fator determinante para a obtenção de um equilíbrio financeiro. Assim, através da política de crédito concedida aos clientes torna-se fundamental para uma empresa.

Martins et al. (2009) mencionam que o investimento de crédito atribuído aos clientes devem ser o menor possível, pois contribui para um melhor nível da tesouraria de uma empresa. No entanto, assume custos associados, uma vez que o risco está associado com o incumprimento por parte dos clientes. Nessa mesma linha, o autor afirma que é essencial conhecer os seus clientes de forma a conceder créditos nas melhores condições.

Um dos rácios mais utilizados para a gestão do crédito concedido é o rácio do prazo médio de recebimentos que permite determinar qual é a média que a empresa demora a receber, daí ser relevante saber o prazo concedido aos seus clientes.

Carrilho et al., (2008), o prazo médio de recebimento é de extrema importância para a gestão do crédito concedido, pois permite determinar o tempo que a empresa demora arrecadar os créditos concedidos aos clientes.

Para Silva (2013) refere que o termo médio de recebimento decorre no momento da alienação e dos recebimentos, que está relacionado com a política de crédito e com a eficácia das cobranças.

Kelly & McGowen (2010) recomendam que os clientes a crédito que pagam as suas dívidas com atraso ou então que não pagam, aumentam a situação financeira das empresas e agravam a sua situação no mercado. Neste sentido, é fundamental que um gestor financeiro determina uma boa política de crédito e que consiga igualar por um lado os proveitos da dádiva de crédito com os gastos associados. De acordo com Zietlow et al, (2007), a gestão de contas a receber concentra-se em reduzir a demora na venda e o recebimento.

De acordo com as várias definições indicadas, para a análise em estudo será considerada a definição de Nabais e Nabais (2011), uma vez que esta definição valoriza não só a rubrica de clientes, mas também os gastos. As políticas de crédito concedidas a clientes, os prazos de pagamento negociados com fornecedores e a eficácia da gestão dos inventários têm impacto na tesouraria. Uma empresa que pratica uma política de crédito mais rígida terá um prazo médio de recebimentos mais baixo.

2.1.5 PRAZO MÉDIO DE INVENTÁRIO

Para qualquer empresa, a gestão de inventários é importante para sustentar e manter o nível de inventario, pois, qualquer alteração terá consequências ao nível do equilíbrio da empresa, e, por conseguinte, na tesouraria pois expõem todos os investimentos e o seu financiamento.

O sucesso das empresas está sujeito à maneira de como os gestores gerem os pagamentos, recebimentos e inventários (Filbeck e Krueger, 2005), por forma, a conseguirem a cumprir suas obrigações.

Dias (2013) argumenta que um prazo médio de existências alto perante as empresas, gera valores de ativos correntes altos. Neste sentido, ainda refere os que apresentam prazos médios de recebimentos reduzidos requer um cuidado persistente quanto a liquidez.

Myers, Brealey e Allen (2007) acrescentam que a gestão dos inventários rigorosa coopera num benefício competitivo, porque qualquer excedente leva com que a empresa perde poder competitivo.

Segundo Courtois, Pillet & Bonnefous (2010) demonstram a importância de implementar uma política de armazenamento de existências e que esteja adequado ao tipo de negócio. No entanto, existem vantagens ter em stocks quantidades elevadas de existências, no caso de haver oportunidades de negócios, tipo aumento de vendas e falta de stocks (Peyrard,1992).

Nabais e Nabais (2011b) mencionam que os stocks das empresas são um investimento importante pelo que necessitam ter uma correta coordenação de stocks, permitindo-lhes fazer compras e vendas (Menezes, 1996; Peyrard 1992, Nabais & Nabais-, 2011b). Esse equilíbrio permite a empresa maximizar a sua rentabilidade.

Maness e Zietlow (2005) referem a importância de uma boa gestão de inventários numa empresa, de forma a evitar uma menor liquidez para a empresa e que a dificuldade em gerir o inventário advém na constante incerteza da procura das existências. O mesmo autor defende que o gestor financeiro deve escolher o nível de quantidade encomendada que otimiza o Trade-Off.

Tendo em conta a relevância, com base na literatura é essencial implementar uma boa política de crédito eficaz, pois a mesma reflete-se numa boa gestão de tesouraria. Segundo Batista (2004), as políticas de crédito são normas implementadas a nível financeiro e comercial que auxiliam a direção para a concessão de crédito.

O prazo médio de inventário mensura a quantia de dias que os inventários estão no depósito. Este indicador avalia a gestão do ciclo de produção e de aprovisionamento, tanto quanto o prazo médio de pagamento e de recebimento, e que deve ser comparado com valores de anos anteriores.

De todos os conceitos referidos, no presente estudo será estimada a definição de Maness e Zietlow (2005) que caracterizam a importância do investimento em inventário numa empresa e porque o gestor financeiro deve-se preocupar com o ativo corrente porque possui um comprometimento em seguir todos os inconvenientes que possam afetar os lucros da empresa.

Contudo, os inventários têm um grande peso nos ativos totais de qualquer empresa e que um mau controle afetará os lucros da empresa.

2.1.6 DIMENSÃO

Na estrutura de capital das empresas, o conceito de dimensão tem sido cada vez mais ambíguo na literatura financeira (Rajan e Zingales, 1995). Considerado por ser um determinante, frequentemente, mencionado na literatura. De tal modo que a composição do ativo, a dimensão das empresas é, geralmente, ligada aos problemas de disparidade de informação e risco de crédito. Por norma, os credores consideram as empresas de maior dimensão possuem mais clareza e um menor risco de crédito.

Myers e Majluf (1984), no contexto da teoria do Pecking Order, mencionam as empresas de dimensão maior, os problemas de disparidade de informação são menores, o que as levaria a recorrer primeiro à emissão de ações do que ao endividamento (Chen e Chen, 2011).

Conforme a teoria do Trade-Off, empresas com maior dimensão conseguem ser mais diversificadas, o que as leva a ter um menor risco de falência, para além de que conseguem ter um acesso ao mercado mais facilmente (Warner, 1977). Nessa mesma linha outros autores reforçam essa mesma ideia (Booth, Aivazian, Demirgüç-Kunt e Maksimovic (2002), Baker e Wurgler (2002), Frank e Goyal (2009), Chen e Chen (2011)). Essa mesma teoria argumenta que a dimensão na disposição do capital assente diminuir os gastos de falência, auxiliando no acesso do financiamento com custos inferiores. Na mesma ótica, Titman e Wessels (1988) defendem a mesma ideia.

Segundo Ferri e Jones (1979) mencionam que as pequenas empresas por norma verificam que é oneroso os custos com a assimetria de informação e que os financiadores não estão disponíveis a conceder capital para as empresas e por conseguinte, as mesmas apresentam uma dimensão pequena.

Para Wyn (1998) e Gschwandtner (2005), a dimensão de uma empresa influencia os níveis de performance, ou seja, empresas de maior dimensão têm mais crescimento o que lhes permite

diversificar as suas atividades, por conseguinte, conseguem possuir algum poder para controlar a concorrência. Lotti et al. (2009) argumentam as PME com maior dimensão têm maior capacidade para colocar barreiras à entrada de empresas concorrentes.

Neste enquadramento, a definição que melhor caracteriza a dimensão é a de Rajan e Zingales (1995) por ser um elemento importante na literatura e pela ordenação do capital estar relacionada com a discrepância de informação, uma vez que esta é essencial para a continuidade e sobrevivência de uma empresa sendo que possuem um risco de crédito menor.

2.1.7 FINANCIAMENTO

A relevância das PME na economia do nosso país tem desencadeado alguns comentários sobre as diversas formas de financiamento. Neste sentido, as decisões de financiamento representam assuntos importantes, pelo que tem sido um determinante do que diz respeito ao crescimento das PME. Tendencialmente, as empresas atuam com o intuito de maximizar o seu valor e, consequentemente, a sua riqueza. Neste contexto, a estrutura de capital na literatura financeira é um fator importante, em que as empresas se enfrentam com a dificuldade de escolha das fontes de financiamento e que melhor se ajusta as suas necessidades financeiras em relação a sua atividade.

Segundo Beck e Demirgüç-Kunt (2006) referem que o acesso ao financiamento representa uma dificuldade no crescimento das PME. Os mesmos autores acrescentam que uma grande parte do emprego é derivado dessas empresas e que um dos motivos para os quais as impedem está associado ao limite no acesso ao financiamento e explicam que as técnicas de financiamento variam de acordo com o ciclo económico de cada país.

Almeida (2014) menciona que o financiamento é importante para as empresas conseguirem expandir a sua atividade em todos os níveis, sendo que as empresas não têm condições por não terem fontes de financiamento para o poder fazer.

Rocha et al. (2007) argumentam que a estrutura de capitais está associada à junção de várias combinações de fontes de financiamento à disposição da empresa, desde lucro, ações, empréstimos bancários, leasings, empréstimos obrigacionistas entre outros. Neste contexto, as

fontes de financiamento ao dispor das PME podem ser segmentadas em capitais próprios ou capitais alheios, sendo que a sua escolha requer algum cuidado nas especificidades e a forma como podem minimizar o custo do capital.

Serrasqueiro (2003) menciona que a capacidade financeira das PME está relacionada com o capital próprio, sendo criado ao nível interno considerando os lucros. Distintos fatores afetam as escolhas dos financiamentos. Para Shim e Siegel (2007) demonstram que esses elementos são os custos, as condições de mercado e a liquidez se a empresas tem estabilidade entre outros.

Ross et al., (1995) referem a intenção duma empresa produzir qualidade nas resoluções de investimento, mas tem de existir ocasiões no seu retorno. O tipo de escolha em relação as fontes de financiamento assentam em conhecer as hipóteses que lhes possam trazer aumentos.

Berger e Undell (2006) mencionam que existem vários de tipos de financiamento que as PME podem recorrer evidenciando que alguns têm vindo a ganhar uma influência nessas empresas. Existem vários tipos de fontes de financiamento que as PME podem utilizar, tais que as fontes internas e externas. Nas internas destacam-se o autofinanciamento através do qual é feito a detenção dos ganhos conseguidos não sendo repartidos. Em relação as externas podem ser feitas por capitais alheios como, os créditos de fornecedores, financiamentos obtidos empréstimos bancários, locações financeiras, factoring, títulos de dívida, financiamento junto de acionistas e restantes passivos e podem ainda ser feitas através de capitais próprios como por exemplo, aumentos de capital pelo um sócio e capital de risco como sendo várias alternativas para qualquer empresa.

Na maioria todos os autores analisados neste estudo apontam que o financiamento é um dos principais fatores para o desenvolvimento e crescimento das PME tanto ao nível do tecido económico empresarial português e noutros países. Neste estudo iremos considerar a definição de Almeida (2014), uma vez que considera que o financiamento é um determinante essencial para que uma empresas possa expandir a sua atividade. Contudo, a maneira mais correta é fazer uma gestão financeira coerente para que a empresa possa antecipar as dificuldades financeiros.

2.2 ESTADO DA ARTE

A literatura existente sobre as finanças tem sido mais focada sobre as decisões de financiamento de longo prazo, nomeadamente, a estrutura de capitais e investimento. Neste sentido, a gestão financeira de curto prazo é um assunto relevante para as finanças empresariais, porque contribui para um bom desempenho de curto prazo e, por conseguinte, no longo prazo.

A decisão de financiamento é um fator importante para a sobrevivência e desenvolvimento das empresas. A instabilidade dos mercados exige cada vez mais que as empresas melhorem a sua gestão em termos financeiros, isto é, de prever alguma situação de desequilíbrio. As decisões financeiras de curto prazo consistem tanto em decisões de investimento, de financiamento relacionadas com o desenvolvimento da atividade da empresa. O investimento e financiamento de curto prazo decorrem em face de excesso e carência de tesouraria, em virtude dos recebimentos e pagamentos serem assíncronos (Maness e Zietlow, 2005).

As decisões financeiras de curto prazo abrangem a gestão de tesouraria, a política de crédito a clientes, a gestão de stocks e o financiamento de curto prazo. Estas quatro vertentes interagem estreitamente criando fluxos de tesouraria de entrada e de saída. A sincronização destes fluxos é fundamental para garantir a liquidez da empresa. Neste contexto, o planeamento financeiro de curto prazo é importante.

O objetivo principal da empresa é a maximização do valor dos seus acionistas. Maness e Zietlow (2005) referem que os inventários, as contas a receber, a gestão de tesouraria, o investimento de curto prazo, tal como as decisões de financiamento de curto prazo influenciam os cash-flows das empresas, o ciclo de tesouraria, a postura da empresa em relação ao risco e os seus resultados líquidos.

Elliehausen e Wolken (1993) evidenciaram que empresas com um elevado risco financeiro e de negócio apresentaram uma maior probabilidade de efetuar pagamentos aos seus fornecedores após o prazo de pagamento concedido.

Ang (1991) pondera que a teoria financeira não foi desenvolvida pensando em PME, explicando que nenhuma teoria financeira é capaz de explicar a estrutura de capital nas decisões deste tipo de empresa sendo que os principais determinantes que representam o peso do endividamento em Portugal são a rentabilidade e a idade da empresa que estão por detrás das decisões quanto à estrutura de capital das PME Portuguesas.

Segundo Norton (1990), Vos et al (2007), Newman et al. (2011) consideram que as características das empresas são fundamentais para compreender as decisões de financiamento das PME. Eles argumentam que a maioria delas não são cotadas e são fundamentais para compreender as resoluções na disposição do capital nas PME. Neste contexto, Ang (1991) pondera que a teoria financeira não foi suficientemente pensada nas PME e muito menos na estrutura de capital.

Farinha e Félix (2014) analisaram as restrições de financiamento às PME portuguesas no qual concluíram que a dívida é explicada pelas condições de liquidez e solvabilidade dos bancos e que requerem mais financiamento no funcionamento corrente.

A eficácia de uma PME não é apenas em relação ao seu capital humano ou à qualidade dos serviços e produtos que oferecem no mercado, mas também dependem dos meios de financiamento disponíveis que lhe permitem financiar as suas necessidades de investimento, exploração, expandir seus negócios, desenvolver novos produtos e investir em novos locais de produção (D. Zeamari, M & M. Oudgou, M, 2015).

Esses autores concluíram no seu estudo que o recurso ao financiamento seria relevante para as empresas se tivessem em conta algumas variáveis que influenciassem as decisões de financiamento tais como: a idade, a rentabilidade da empresa o tamanho e até mesmo a região.

Foram feitos alguns estudos a nível europeu para tentar entender o abalo da crise financeira no financiamento nas PME. As mesmas precisam encontrar soluções de financiamento para as suas diferentes necessidades. Existe uma variedade de fontes de financiamento disponíveis para as PME.

Segundo um relatório efetuado pelo Banco de Portugal em 2014, verificou-se que nem todos os países da União Europeia sofreram da mesma maneira, nem foram distribuídos de forma homogénea entre os diferentes setores de atividade económica, como exemplo disso é o caso da Alemanha. Em Portugal, as empresas foram bastante afetadas com a crise financeira, uma vez que as empresas do nosso país são mais dependentes do crédito bancário, seja para financiar o seu fundo de maneoio ou para financiar o seu investimento. Neste contexto, Cotugno et al. (2013) argumentam que no período da crise, os bancos da Itália tiveram em consideração o relacionamento com os seus clientes ajudando as relações a ficarem sólidas.

Segundo Almeida, Campello, & Weisbach (2011); Khramov (2012); D'Espallier & Guariglia, (2012) mostram que as decisões de financiamento e as de investimento não são independentes para as PME, sendo que essas empresas são restringidas a obstáculos na obtenção de financiamento.

No geral, os resultados demonstram a importância da disponibilidade do fluxo de caixa necessidades de working capital das PME. Os resultados sugerem que os gestores devem se preocupar com as implicações da disponibilidade do fluxo de caixa no investimento no working capital.

Zélia Serrasqueiro, João Leitão e David Smallbone (2018) analisaram os determinantes do crescimento das PME, especificamente, a importância de fontes de financiamento das PME. Foi evidenciado a relação das PME e os determinantes de crescimento que permitiram concluir que os fatores estimulantes são o fluxo de caixa, a dívida, a extensão, a idade e a taxa de juros. Foi utilizado uma amostra de 1719 PME no período 2003-2012 em que os resultados indicam que o financiamento interno da empresa é um determinante estimulante do crescimento, enquanto que o financiamento externo é a dívida. Esses resultados reforçam os estudos que mostram a importância do fluxo de caixa para as PME. A maioria das PME encontram obstáculos para aceder ao financiamento exterior, no que, em alguns casos o financiamento interno insuficiente pode limitar o seu crescimento potencial.

Zélia Serrasqueiro (2016) analisou os determinantes do investimento em ativos fixos nas PME portuguesas, distinguindo entre empresas com baixos e altos níveis de investimento. O estudo

procura investigar a importância do fluxo de caixa e da dívida para as PME com diferentes níveis de investimento. Os resultados mostraram que o fluxo de caixa é um fator que estimula o investimento, quando o fluxo de caixa se revela insuficiente, as PME dependem da dívida para financiar as suas necessidades de investimento. Neste contexto, dívidas e garantias são fatores com efeitos negativos sobre o investimento das PME com baixo níveis de investimento. Os resultados são uma consequência dos choques da oferta do crédito e do declínio económico após a crise financeira. O tamanho da empresa tem um efeito negativo sobre o investimento em PME, sugerindo que as empresas menores investem mais devido ao seu objetivo de atingir uma escala mínima de eficiência. Os resultados desse estudo contribuíram para a literatura, sugerindo que o financiamento, investimento e as decisões não são independentes nas PME. O estudo não considerou variáveis relacionadas à estrutura e gestão na tomada de decisão. Podendo ser importante na análise das decisões de investimento das PME.

Luís Pacheco (2015) argumenta através dos resultados do seu estudo que as PME com maior rentabilidade, dívida, liquidez e de menor dimensão tendem a apresentar maiores níveis de investimento. Permitiu concluir que o grau de investimento é influenciado por características específicas da empresa como a lucratividade, a liquidez, a alavancagem e o tamanho. As escolhas financeiras das empresas podem afetar os impostos, problemas de informação associados à dívida e ao património afetarão o custo do capital, criando uma diferença entre o custo de fundos internos e externos e mudando os incentivos dos administradores.

Fernanda Matias e Zélia Serrasqueiro (2016) investigaram as relações entre os determinantes das decisões de estrutura de capital nas PME portuguesas em diferentes regiões de Portugal como a rentabilidade, tamanho, idade, estrutura de ativos e o crescimento. São determinantes fiáveis na explicação das PME portuguesas quanto as decisões de estrutura de capital sugerindo que essas relacionam-se com a teoria Pecking Order em comparação com as hipóteses da teoria Trade-Off, mas ambas são insuficientes na determinação da estrutura de capital nas PME. Os resultados sugerem a divergência na estrutura de capital das PME entre as regiões, identificam diferenças estatisticamente significativas nos níveis de endividamento total e dívida em todas as regiões portuguesas. A rentabilidade, idade e tangibilidade de ativos são os determinantes que melhor explanam o endividamento, respetivamente, dando suporte à teoria de Pecking Order. No entanto, este estudo não considerou variáveis relacionadas com a estrutura e gestão de propriedade nas

PME, ou variáveis relacionadas com características dos gestores das PME, o que pode contribuir num melhor entendimento.

Saqib Muneer, Rao Abrar Ahmad, Azhar Ali (2017) apresentaram que as práticas de gestão financeira têm impacto significativo na rentabilidade das PME, pois o estudo em causa foi de analisar o efeito das praticas de gestão financeira sobre a rentabilidade das pequenas e médias empresas e de verificar as práticas financeiras adotadas pelas PME na cidade de Faisalabad.

Purnima Rao e and Satish Kumar (2017) demonstram no seu estudo o efeito da procura e os fatores determinantes nas preferências de financiamento. Fatores esses incluem relações entre os objetivos de um proprietário, gestor de PME meta de negócios do gerente, atitude em relação ao risco e controle sobre negócios, laços de rede e seus atributos pessoais (gênero, idade, educação, experiência e propriedade) na explicação das preferências financeiras PME. Os resultados revelam a importância dos atributos pessoas e laços de rede de gestor de PME com os bancos e fornecedores. O estudo contribui para a literatura existente sobre o financiamento das PME e destaca a influência dos fatores do lado da procura sobre o financiamento das preferências das PME.

O estudo revela que fortes laços de rede com o banco, fornecedores e outras empresas ajudam na redução da dívida do capital na estrutura das pequenas empresas e, portanto, não precisam buscar financiamento externo. Os resultados sugerem que as PME devem reforçar os seus laços de rede com as outras partes interessadas.

Contudo, um gestor de PME deve entender que a assimetria de informação impede que suas empresas tenham financiamento de recursos financeiros externos em geral, e de bancos comerciais, em particular. Este estudo reforçará a literatura existente em que os gestores das PME possam compreender que os seus comportamentos em relação aos recursos podem dificultar sua competitividade e restringir seu crescimento futuro.

Renata I. Mikan, Raúl J. Martelo, Piedad M. Montero (2018) demonstram que a importância de estabelecer estratégias de financiamento na gestão de tesouraria aplicada às PME, permite fornecer uma sólida base de fluxo de capital operacional e produzir a sustentabilidade para o

desenvolvimento de longo prazo para as empresas. O objetivo deste estudo era de analisar a gestão de tesouraria em pequenas e médias empresas na Venezuela.

Priscilla Nyanchama Ombongi e Wei Long (2018) argumentam que uma economia melhor permite aumentar as chances das PME obterem melhores resultados financeiros. Quando a economia está crescendo, as PME tendem a crescer em termos de lucratividade, portanto, o desempenho das PME depende do estado do ambiente macroeconômico e, ao mesmo tempo, do crescimento econômico depende do desempenho das PME.

Deste modo, constatou-se em variados estudos que na totalidade dos autores se depararam com algumas provas que afetam a tesouraria, e conseqüentemente, o financiamento das empresas, no que diz respeito ao recurso de fontes externas.

2.3 ENQUADRAMENTO TEÓRICO

2.3.1 A LIQUIDEZ, O PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTO, RECEBIMENTO, INVENTÁRIO E A DIMENSÃO

Segundo Menezes (1999), a gestão da tesouraria de curto prazo consiste na gestão do capital circulante e na dívida a curto prazo. Para o mesmo autor, a tesouraria é influenciada pela gestão do crédito a clientes, das disponibilidades, do crédito obtido junto de terceiros, sendo muito importante compreender os conceitos de FM, equilíbrio financeiro mínimo e liquidez para alcançar bons resultados ao nível da gestão de tesouraria. Bastardo e Gomes (1995) mencionam que é essencial ter em atenção, verificar a relação no prazo médio de recebimentos e pagamentos obtendo um equilíbrio na gestão de tesouraria.

Conforme Deloof (2003), os prazos de pagamento, recebimento e inventários têm um impacto na rentabilidade das empresas. Segundo Lazaridis (2006) os dados conseguidos citam uma analogia na rentabilidade e no ciclo de conversão de caixa. O mesmo autor considera, importantíssimo, obter melhores rendimentos, se forem geridos corretamente e se otimizarem os níveis de contas de clientes, fornecedores e inventários. Existem diferentes maneiras para maximizar o lucro e acelerar a taxa de crescimento da empresa.

Raheman e Nasr (2007) confirmam que adiar o pagamento aos fornecedores faz com que as empresas tenham margem para analisar a viabilidade de produtos financeiros de maneira a flexibilizar as suas fontes de financiamento.

Lazaridis (2006) propõe que os gestores conseguem criar lucro para as suas empresas através de uma gestão eficaz do working capital e de cada um dos seus componentes: o prazo médio de recebimento, prazo médio de pagamento e inventário.

No estudo do working capital feito por Ali e Hassan (2010) nas empresas suecas argumentam que o prazo de pagamento de fornecedores tende a aumentar. Os mesmos autores afirmam que aumenta a liquidez, mas ponderam o fato das empresas usarem esse capital como reserva de caixa em vez de o utilizarem em investimentos de curto prazo, como é o caso de títulos de curto prazo.

A pesquisa de Garg e Gumbochuma (2015) vem reforçar a ideia precípua no working capital numa empresa, compete gerir os fundos de curto prazo sendo necessários para as atividades diárias.

Deloof (2003) e Wang (2002) avaliaram empresas belgas e japonesas, uma presença contrária entre a rendibilidade, PMR, existências e PMP. Nesse contexto, sustentam a possibilidade dos gestores terem de conceber valor para os acionistas, restringindo prazos. A relação negativa advém que as empresas menos rentáveis pagam as suas dívidas mais tarde.

O estudo de Nobanee e AlHajjar (2009) baseado em 2123 empresas japonesas concluíram a probabilidade em conseguir expandir a rendibilidade do ativo e dos capitais, diminuir o prazo de recebimentos, bem como, o tempo de inventários. Sugerem, o aumento da rendibilidade das empresas através do prazo médio de pagamentos.

Para Gentry et al (1990), os gestores precisam cautelar ao prorrogar os pagamentos dos seus fornecedores, pois pode por em risco a imagem duma empresa, quanto as dívidas e, por conseguinte, afetar a rendibilidade.

Lazaridis e Tryfonidis, (2006) concluíram num estudo feito um domínio no prazo médio de pagamento e rendibilidade. Insinuam que qualquer aval ligado aos fornecedores deve ser superior o quanto possível e, por conseguinte, ao aumento do fundo de maneio para depois a ser aplicados em investimentos futuros permitindo melhorar a rendibilidade da empresa.

Gentry et al (1990), debatem no mesmo assunto que os autores anteriores, mas, porém, os gestores precisam de ser vigilantes no que diz respeito ao prolongamento dos prazos concedidos, pagamentos aos fornecedores, uma vez que, pode por em perigo a credibilidade das empresas e, consequentemente, afetar a longo termo a sua rendibilidade.

Através dos resultados obtidos, Lazaridis e Tryfonidis (2006) conseguiram concluir que, não há uma subordinação na gestão do fundo de maneio e rendibilidade. Evidenciam que o prazo médio de pagamento tem uma relação positiva com a rendibilidade e por sua vez sugerem quanto maior for a crença dos fornecedores melhor ficará o seu fundo de maneio. Bastardo e Gomes (1995) mencionam que é imprescindível ter em atenção na relação dos prazos dos recebimentos médio e pagamentos.

Os recursos financeiros produzidos no ciclo de exploração permitem as empresas de pagar os seus compromissos, pelo que o indicador de liquidez tem como objetivo avaliar a capacidade de uma empresa se consegue cumprir as suas responsabilidades correntes. Neste sentido, o indicador de liquidez complementa a análise do equilíbrio financeiro de curto prazo.

Segundo Goddard et al. (2005) afirmam que níveis de liquidez mais elevados induz as empresas a uma maior hipótese nos mercados onde operam e até mesmo da sua própria concorrência. Neste seguimento, Nunes et al. (2012) demonstram que as empresas mais jovens têm mais dificuldade quando recorrem ao financiamento externo em comparação com as mais velhas e maior probabilidade de insolvência (Müller & Zimmerman, 2009 e Diamond, 1989). Neste seguimento Ferreira e Vilela (2004) acrescentam que nas épocas de estagnação, as companhias com retenções financeiras têm níveis de tesouraria maiores.

Em relação a dimensão das empresas representa um fator de segurança perante os credores, pois o crescimento da dimensão transmite-se na sua capacidade em termos dos ativos em poder

oferecer como garantia (Fama e Franch, 2002). Tendo em conta a teoria do Trade-Off, uma empresa que tenha uma dimensão maior consegue se diversificar mais e até ter melhores condições no mercado (Warner, 1977; Ang, 1991). Assim sendo, subsiste um relacionamento positiva na dimensão das PME ante o nível de liquidez com base nas teorias mencionadas, anteriormente, confirmados por vários autores (Michaelas et al., 1999; SogorbMira, 2005; Lucey e Bhaird, 2006; La Rocca et al., 2011).

Segundo Sogorb-Mira (2001) efetuou um estudo como base numa amostra de 3962 PME espanholas em que demonstrou a importância de várias teorias para a justificação da escolha da estrutura de capital das PME. O mesmo autor acrescenta que a teoria do trade-off, explica o comportamento financeiro das PME.

De acordo com Olper, Pinkowitz, Stulz e Williamson (1999) evidenciaram no seu estudo que são as empresas de dimensão maior com fortes oportunidades de crescimento e níveis de liquidez elevados face as pequenas empresas terem facilidades aos mercados.

Decorrente de todas as considerações acima mencionadas é possível existir uma relação entre as variáveis tais que a liquidez geral, os prazos médios de pagamento, recebimento, inventário e a dimensão das PME.

Hipótese 1: Existe uma relação entre a liquidez, PMP, PMR, PMI com a dimensão das PME.

2.3.2 A DIMENSÃO E AS FONTES DE FINANCIAMENTO

Em várias investigações têm havido imensas abordagens sobre a estrutura de capital com base no trabalho de Modigliani e Miller (1958), dando origem a novos estudos e teorias por outros autores: teorias Trade-Off e Pecking Order. De todas elas, as que tentam explicar as decisões por parte das PME na escolha das fontes de financiamento, ainda não existente um modelo que possa explicar exatamente um modelo teórico que permite explicar essa temática. Os mesmos autores evidenciam que as duas teorias mencionadas, anteriormente, tiveram uma maior coadjuvação nas de maior dimensão e não nas pequenas empresas.

Segundo, Ang (1991) menciona que a teoria financeira não teve uma evolução para o contexto das PME. Nos últimos anos, têm havido alguns estudos no âmbito das PME para tentar perceber a sua estrutura de capital. Qualquer empresa tem necessidade de financiamento própria, de acordo, com a sua atividade, porém, para resolver as necessidades de financiamento pode recorrer aos capitais próprios ou alheios. Neste contexto para Zingales (2000), afirma no seu estudo que a importância dada as grandes empresas induziram a falta de estudos para o universo das PME.

Jovanovic (1982) e Lotti et al. (2009) concluíram que a dimensão das PME ajuda as empresas mais jovens a ter uma maior capacidade de aproveitamento de economias de escala, de capacidade para pôr barreiras à entrada de empresas concorrentes e na possibilidade de diversificar as suas atividades. Porém, Gertler & Gilchrist (1994) mencionam que as empresas de maior dimensão estão menos limitadas aos níveis financeiros do que as empresas de menor dimensão, o que permite tirar mais oportunidades de investimento quando aparecem.

Barkham et al. (1996) referem no seu estudo que as pequenas empresas têm maiores taxas de crescimento até alcançarem uma dimensão que lhes permita sobreviver. Os autores mencionam que as PME são estimuladas a alcançar uma maior dimensão e marcar diferenças perante a concorrência.

Segundo Rocha et al. (2008), a dimensão das empresas está interligada com os capitais utilizados pela organização, desde capital próprio, empréstimos bancários, leasing, fornecedores, empréstimos obrigacionistas entre outras.

Um dos obstáculos ao investimento das empresas é a dificuldade existente em ter acesso ao financiamento, sendo um fator indispensável para o seu crescimento e desenvolvimento das empresas. Para Kinda et al. (2011) afirmam que é importante que as empresas tenham facilidades em terem acesso ao crédito para poderem ter um bom crescimento e desempenho. Neste contexto, Leão (2014) refere que se existir menos entraves no acesso ao crédito para as empresas seria um determinante favorável tanto para as próprias empresas e para a economia do país.

Tendo em conta que as decisões de financiamento estão interligadas com as decisões de investimento, torna-se relevante conhecer os tipos de financiamento que as PME recorrem quando

necessitam de investir. A teoria do Pecking Order considera que as empresas seguem um seguimento hierárquico quando os gestores tomem deliberações na assimetria das informações entre gestores e investidores.

Rocha (2008) refere que existem duas formas possíveis de financiamento através de fundos internos e externos. No financiamento interno destaca-se o autofinanciamento podendo ser feita através da retenção dos lucros obtidos. Em relação ao financiamento externo pode ser obtido através de capitais próprios ou por capitais alheios. O recurso ao capital próprio ocorre quando o financiamento é realizado por entidades investidoras como por exemplo um aumento de capital social, capital de risco e do recurso ao mercado de capitais. No que diz respeito as fontes de capital externo, as empresas procuram financiar-se através de capital alheio, ou seja, junto de terceiros e podem o fazer de diversas formas desde o financiamento obtido, sendo composto por empréstimos de instituições de crédito e sociedades financeiras, títulos de dívida, empréstimos de empresas participadas e empréstimos de outros financiadores, por fornecedores e restantes passivos. Os empréstimos bancários destacam-se em vários estudos como sendo a principal fonte de financiamento das PME sendo utilizada na vertente do financiamento a curto prazo conforme (Beck et al., 2008; Lund e Wright, 1999; Berger e Udell, 1998; Gama, 2000, Teruel e Solano 2004).

Hass e Lelyveld (2010) defendem no seu estudo que os empréstimos bancários são afetados pela situação macroeconómica do país, ou seja, que existe uma relação entre o financiamento e o risco do país.

Para Matias (2006) acrescenta que o financiamento bancário é o mais apropriado, uma vez que permite ao gestor segurar o controlo e ter uma intervenção reduzida por parte do capital externo, sendo uma situação ótima para os gestores.

Porém, a dificuldade de acesso ao crédito bancário força as PME a recorrer a outros tipos de fontes de capital. Segundo Petersen e Rajan, 1994; Wilson et al., 1997; Berger e Udell, 1998, evidenciam que os fornecedores são considerados uma das fontes de financiamento essencial para as PME.

De acordo com Chittenden e Bragg (1997) demonstraram no seu estudo que as PME recorrem a este tipo de fonte de capital para poder financiar as dívidas dos clientes e que o seu recurso tem custos explícitos para a empresa, sendo uma forma de financiamento mais adequada para o financiamento dos débitos face as outras escolhas de financiamento.

Neste contexto, é possível considerar que existe uma relação entre a dimensão e as fontes de financiamento por parte das PME, tendo em conta que as decisões de investimento se refletem nas decisões de financiamento.

Hipótese 2: Existe uma relação entre a dimensão das PME com as fontes de financiamento.

2.3.3 A TESOURARIA LÍQUIDA E A DIMENSÃO

A gestão de tesouraria é um fator importante para qualquer empresa, pois é através dela que conseguem alcançar os seus compromissos à medida que vão tendo oportunidades de crescimento e de aumentar a sua estabilidade financeira.

Com base na revisão da literatura, os autores Menezes (1999), Neves (2000) e Nabais & Nabais (2007) mencionam que o equilíbrio financeiro é essencial para a estabilidade de uma empresa. A análise do equilíbrio financeiro de uma empresa é complexa, tendo em conta que compreende toda a estrutura do balanço. Neste sentido, foi considerada no presente estudo como uma variável independente para verificar o seu impacto na dimensão das PME.

Para Opler et al. (1999) referem no seu estudo que o nível de liquidez das empresas não está relacionado com o acesso aos mercados de capital e com a dimensão, inversamente, está relacionado com as ocasiões e variação dos fluxos de caixa. Da mesma forma, noutro estudo realizado, a dimensão e a tesouraria têm uma relação negativa explicada por diversas razões, entre elas é a disparidade de informação por limitações financeiras (Teruel e Solano, 2008) e pela facilidade ao mercado levando a dependência minorada em relação ao financiamento (Kim et al, 2011).

Conforme D'Mello et al. (2008) demonstraram que existe uma evidência de que as empresas com menor dimensão têm muitas despesas de investigação e desenvolvimento e que apresentam rácios reduzidos em termos do ativo corrente e do endividamento, porém mantêm rácios de tesouraria mais elevados.

No mercado português, Pastor e Gama (2013) observaram numa amostra de 1553 PME, que os resultados obtidos desse estudo indicam uma relação positiva da tesouraria com a possibilidade de insolvência, enquanto o endividamento e a dimensão das empresas relaciona-se de forma negativa. Na mesma ótica Niskanen e Niskanen (2007) referem na sua investigação que as empresas que só trabalham com um banco conseguem reforçar a sua relação com a entidade financeira a longo prazo, permitindo-lhes uma redução ao nível da tesouraria.

Conforme Lameira (2005) investigou uma amostra de empresas brasileiras, os resultados sugerem que o nível da tesouraria dispara consoante a proporção da empresa, do endividamento e dos seus resultados. Na mesma perspetiva, Vasques (2008) analisou a evidência entre o nível de tesouraria com o crescimento da empresa baseada na teoria Pecking Order.

Ferreira e Vilela (2004) concluíram que existe uma submissão negativa no nível de tesouraria e a dimensão, diante da teoria Trade-Off, apesar de contradizer a teoria Pecking Order. Porém, os fluxos de caixa suportam um impato positivo na tesouraria, de acordo com a teoria Pecking Order. Os mesmos autores chegaram a conclusão que ambas as teorias são fundamentais na justificação do fator da liquidez das empresas. Relativamente, a relação as variáveis da tesouraria e dimensão diferem de teoria.

A teoria Trade-Off sugere um acoplamento negativo na dimensão e tesouraria, contrariamente, a teoria de Pecking Order supõe uma ligação positiva. Conforme Ferreira e Vilela (2004) e Islam (2012) concluíram no seu estudo que a relação é negativa entre as variáveis. Inversamente, por Opler et al. (1999), Ozkan & Ozkan (2004) e Xará (2013) obtiveram uma influência positiva.

Segundo Teruel e Solano (2008) demostram não haver analogia, que a mesma pode ser explicada por vários fatores tais que a assimetria da informação e restrições financeiras.

Para D Mello et al. (2008) evidenciam que as pequenas empresas têm mais despesas face as maiores e que possuem rácios de ativo corrente reduzido, mas que conseguem manter rácios de tesouraria elevados.

Saddour (2006) mostra no seu estudo fundamentado por empresas francesas, o nível da tesouraria não estar relacionado com a dimensão das empresas.

Assim nesse contexto, tendo em conta os argumentos acima citados é possível considerar a existência de uma relação de influencia entre a tesouraria e a dimensão da empresa pelas PME.

Hipótese 3: Existe uma relação entre a tesouraria líquida com a dimensão das PME.

2.3.4 A LIQUIDEZ GERAL E AS FONTES DE FINANCIAMENTO

Para Goddard et al. (2005) demonstram que os níveis de liquidez mais elevados indicam alguma eventualidade das empresas poderem enfrentar com maior eficácia alterações nos mercados onde podem atuar e, por conseguinte, ampliar a sua concorrência.

Segundo Sharpe, Gordon e Bailey (1995), a definição da liquidez traduz-se na capacidade que os investidores conseguem converter ativos em disponibilidades a um valor semelhante em relação à transação anterior desse mesmo ativo. Para Saias, Carvalho e Amaral (1998) a liquidez representa a capacidade de converter ativos em meios monetários, por forma, a satisfazer as necessidades financeiras de curto prazo e as obrigações para com terceiros.

A dimensão da empresa é um fator relevante da liquidez, mas a relação tendo em conta outros estudos anteriores é equívoca (Drobetz e Gruninger, 2007; Niskanen e Niskanen, 2007). As pequenas empresas têm maior possibilidade de incumprimento decorrentes de maiores restrições financeiras e de maiores níveis de assimetria de informação (García-Teruel e Martínez-Solano, 2008). Porém os estudos de Opler et al. (1999), Ferreira e Vilela (2004), García-Teruel e Martínez-Solano (2008) mostram evidência em favor do Trade-Off, propondo uma rejeição face a dimensão e determinantes de liquidez.

Como já foi referido anteriormente, as decisões de financiamento estão interligadas com as decisões de investimento, e por isso é relevante conhecer os diversos tipos de financiamento que as empresas podem escolher. Assim, as empresas quando têm necessidade em recorrer ao financiamento encontram muitas opções desde as fontes internas e externas.

As fontes de financiamento internas podem ser feitas de diversas formas por aumentos de capital por entrada de dinheiro, prestações suplementares e autofinanciamento da empresa. Segundo Vos e Shen (2007) demonstraram no seu estudo que as PME preferem se financiar através de fundos internos garantindo o seu controlo e autonomia.

Alem disso, Berger e Udell (2002) afirmam que as empresas de pequena dimensão estão subordinadas ao financiamento interno através de capitais próprios e pela dívida privada, isto é, o financiamento dos sócios. Essa dependência provém da disparidade de informação nesse tipo de empresa, o que é consistente com a teoria do Pecking Order, sendo que permite um controlo elevado da empresa.

De acordo com Vieira e Novo (2010), as PME portuguesas preferem financiar-se primeiro por fontes internas, nomeadamente, por autofinanciamento e só depois recorre aos fundos externos através dos capitais alheios e por última opção aos capitais próprios.

A propósito das fontes externas estas podem ser feitas, por forma, de capitais alheios. Chittenden et al. (1996) evidenciam que o recurso a capitais alheios por parte das PME está ligado a garantias e não a sua rendibilidade. Os capitais alheios podem ser realizados por diversas formas desde o crédito bancário, fornecedores, leasing, obrigações, papel comercial, factoring e desconto de letras. Deste modo, todos estes instrumentos de curto prazo são as mais indicadas ao financiamento com necessidade de fundo de maneoio.

Beck et al. (2008), Balling et al. (2009) e Chavis et al. (2010) determinam no seu estudo as pequenas e médias empresas europeias recorrem ao financiamento bancário para financiar os seus investimentos, sendo o tipo de financiamento mais utilizado quando investem em projetos novos ou quando se encontram numa situação menos favorável.

Para Barth et al. (2011) os empréstimos bancários são o único recurso de financiamento para as PME, tendo em conta que os bancos cobrem informações privadas a um menor custo.

Sorensen et al. (2009) afirmam através de vários estudos feitos a diversas empresas que encontram-se dependentes do financiamento bancário, sendo uma das principais fontes de financiamento pelas sociedades não financeiras e que possuem alguma falta em relação aos capitais próprios. Na mesma ótica, diversas instituições de crédito tentam aumentar o seu instrumento de crédito tentando diminuir os custos das taxas de juro para se tornarem líderes no recurso ao capital.

Os fornecedores são considerados a principal fonte de financiamento de capital alheio por parte das PME, depois das instituições de crédito. Berger e Udell (1998) no seu estudo afirmam que as PME recorrem ao crédito comercial com menos assiduidade em virtude dos seus custos.

Schinck e Sarkar (2012) referem nos seus estudos feitos que existem muitas alternativas ao financiamento para reduzir o acesso às fontes externas. O recurso mais utilizado para diminuir o crédito bancário é ajustar melhores condições com os fornecedores e haver a hipótese de retardar o pagamento do IVA. Consequentemente, os clientes podem pedir prazos mais alargados nos prazos de pagamento, o que induz um grande impacto nas PME, tendo em conta que têm dificuldades de liquidez (Levratto, 1990; Berger e Udell, 1998).

Em suma, existem muitos tipos de financiamento para as PME, alguns mais flexíveis do que outros e que podem ajustar-se melhores às necessidades das empresas tais como o leasing, factoring e as mais comuns linhas de crédito de tesouraria. Contudo, cabe ao gestor financeiro determinar o custo das operações e não apenas focalizar-se nas taxas de juro, pois a preocupação das PME é obter juros mais baixos esquecendo-se das suas comissões.

De todas as reflexões acima citadas é expectável existir uma relação entre a liquidez e as fontes de financiamento, uma vez que o nível de liquidez de uma empresa tem influência na aquisição do financiamento.

Hipótese 4: Existe uma relação entre a liquidez com as fontes de financiamento.

2.3.5 A LIQUIDEZ GERAL, PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTO, RECEBIMENTO, INVENTÁRIO E A DÍVIDA REMUNERADA.

Segundo Antoniou et al. (2006), a liquidez é um fator relevante para qualquer empresa na tomada das suas decisões, uma vez que tem impacto para impedir uma insolvência. Na mesma ótica, Myers e Rajan (1998) afirmam que um nível de liquidez elevado pode diminuir a capacidade das empresas.

Para Ozkan (2000) argumenta no seu estudo que a liquidez pode ter um impacto positivo ou negativo, conforme, a estrutura de capital da empresa e na maturidade da sua dívida. O mesmo autor acrescenta que as empresas que possuem nível de liquidez alto são consideradas mais viáveis em conseguir empréstimos externos, uma vez que apresentam melhores condições para pagar as suas dívidas.

Akdal (2010) conclui no seu estudo que a liquidez e o endividamento têm uma influência negativa, e existir divergências entre os credores e acionistas. Na mesma linha de pensamento, o mesmo autor complementa que pontos de liquidez elevado dispõem mais património, e consequentemente, menos incumbência.

Conforme Serrasqueiro et al. (2016) deduziram que a liquidez tem uma relação negativa com a dívida, tendo em conta que as empresas com um grau de liquidez mais elevado têm mais fundos internos. O autor acrescenta ainda que as empresas recorrem em primeiro lugar aos fundos internos e só depois aos externos.

Gallinger & Healey (1991) demonstraram no seu estudo que o excesso de ativos e passivos circulantes têm impacto no grau de liquidez, pois representa a capacidade de as empresas conseguirem pagar os seus compromissos.

A determinação das estratégias empresariais a nível comercial e financeiro é essencial através da conjugação entre o prazo médio de pagamento, recebimento e de inventário, tendo em conta que são fatores importantes para o funcionamento de uma empresa (Ferreira e Macedo, 2011).

Nesta ótica a análise do ciclo de tesouraria só é possível se houver um estudo em simultâneo entre os prazos médios de pagamento, recebimento e inventário, e consequentemente, será possível fazer modelos de tesouraria.

Uma empresa tem de gerir de forma eficiente o seu fundo de maneio, de maneira a manter a sequência das suas operações, suas decisões a ter entre os seus ativos e passivos correntes, de modo, a aumentar a sua rentabilidade e a criação de valor para os acionistas (Nwankwo & Osho, 2010). Essa combinação reflete-se no ponto de equilíbrio entre os pagamentos, recebimentos e os inventários (Sá, 2012), decidir qual a quantia para o investimento da empresa e saber a sua dívida para recorrer ao financiamento (Nwankwo & Osho, 2010). O mesmo autor complementa que se houver um fundo de maneio ineficiente incita a uma diminuição do valor da empresa, perdas financeiras, uma falta de estabilidade, o que pode induzir a uma falência.

Na gestão de tesouraria, os gestores devem ter em conta três fatores importantes que estão interligados entre si, saber o montante a investir nos inventários, o crédito que deve conceder aos seus clientes e pedir aos seus fornecedores (Teruel & Solano, 2007).

Myers & Rajan (1995) e Fama & Jensen (1983) evidenciam que o excesso de liquidez possibilita aos gestores poderem investir e, consequentemente, conseguem privilegiar alguns benefícios. Assim, tendo em conta todas as reflexões e estudos, é exequível admitir uma relação positiva entre a liquidez, os prazos médios de pagamento, recebimento e de inventários.

Para Deloof (2003), o ciclo operacional corresponde a interligação no prazo médio de recebimento, pagamento e inventário. Na mesma ótica, segundo Padachi (2006) afirma que a conjugação entre ambas corresponde a diferença temporal entre os vários prazos. Segundo Plant (2007) os ativos e passivos de curto prazo possuem uma influência na rentabilidade das empresas.

Como já foi referido anteriormente, o financiamento é importante para as empresas poderem investir e expandir a sua atividade no curto prazo. Algumas empresas optam por recorrer ao financiamento interno enquanto outras por recursos externos. Neste sentido torna-se relevante analisar a composição do financiamento obtido das PME, tendo em conta que existe diferentes tipos de dívida com características diferentes, assim como, as exigências das empresas. Dada a

importância do financiamento das PME em Portugal, o financiamento obtido tem ganhado cada vez mais relevância.

Uma empresa quando decide emitir endividamento tem ao seu dispor uma diversidade de escolhas que pode recorrer, nomeadamente, empréstimos obrigacionistas, papel comercial, empréstimos bancários, financiamentos de fornecedores ou empresas subsidiárias e locação financeira. O financiamento obtido é composto por instituições de crédito e sociedades financeiras desde os empréstimos bancários, descobertos bancários, locações financeiras, títulos de dívida, empréstimos de empresas participadas e participantes e empréstimos de outros financiadores. Um dos maiores desafios para as PME é o recurso ao crédito bancário, sendo um determinante para aumentar o seu investimento. Tendo em conta que as PME já passaram por uma crise económica devido a um aumento de crédito malparado levou com que os bancos se precavam em relação as suas operações, e consequentemente, a restringir a concessão de crédito. Nesse sentido, é essencial conhecer um pouco mais sobre outras formas de financiamento para as empresas.

Dada a relevância do crédito bancário como fonte de financiamento externo das empresas, muitas não possuem acesso aos mercados de capitais. Beck et al. (2008), Balling et al. (2009) e Chavis et al. (2010) referem a dependência das pequenas e médias empresas europeias do financiamento bancário, como forma de financiarem os seus investimentos. Berger e Udell (1998) acrescentam o tamanho e a idade da empresa serem independentes, e que uma percentagem total do financiamento das PME é conseguida através dos empréstimos bancários segundo o European Central Bank (2013) no qual se verificou um aumento das PME em Portugal.

Para Cressy (2007) afirma através do seu estudo que o financiamento bancário é a principal fonte de financiamento externa nas pequenas empresas com base em diversos autores (Petersen e Rajan, 1994; Cosh e Hughes, 1994; Berger e Udell, 1998). Neste contexto, constata-se que as PME dependem de fundos externos, por não possuir acesso ao mercado de capitais.

Para além do crédito bancário, existem outras alternativas que a literatura das finanças empresariais tem procurando outras formas de financiamento, tal como os títulos de dívida e os empréstimos de empresas participadas. Uma das alternativas é a emissão de obrigações que são

títulos de dívidas, sendo um empréstimo contraído junto dos investidores que podem ser por empresas, estado e até mesmo por entidades públicas.

Segundo o Banco de Portugal (2017), o recurso a outras alternativas de financiamento tem vindo a crescer nos últimos anos como a emissão de títulos de dívida, nomeadamente, as obrigações e o papel comercial e uma diminuição dos empréstimos bancários. Neste sentido, estes recursos têm sido cada vez mais acessíveis às PME, pois conseguem ter fundos a curto prazo alargado.

Para Mota et al. (2006) afirmam que o papel comercial é um recurso de financiamento que as empresas têm para aceder aos fundos dos investidores de forma mais direta e economizar nos custos, e consequentemente, envolve um risco de falência para a empresa que o emite. Nessa mesma ótica, Menezes (1996) refere que existem vantagens face a outras alternativas de financiamento.

De acordo com o Banco de Portugal (2017) o recurso do crédito bancário tem vindo a diminuir e a ser compensado por duas formas, de um lado pelo financiamento por empréstimos junto de empresas do mesmo grupo económico no exterior e por outro lado pela emissão de títulos de dívida. Porém, as empresas que continuam sem ter acesso a outras alternativas aos empréstimos bancários, têm conseguido uma estabilidade na sua estrutura sob a forma do reforço do capital próprio.

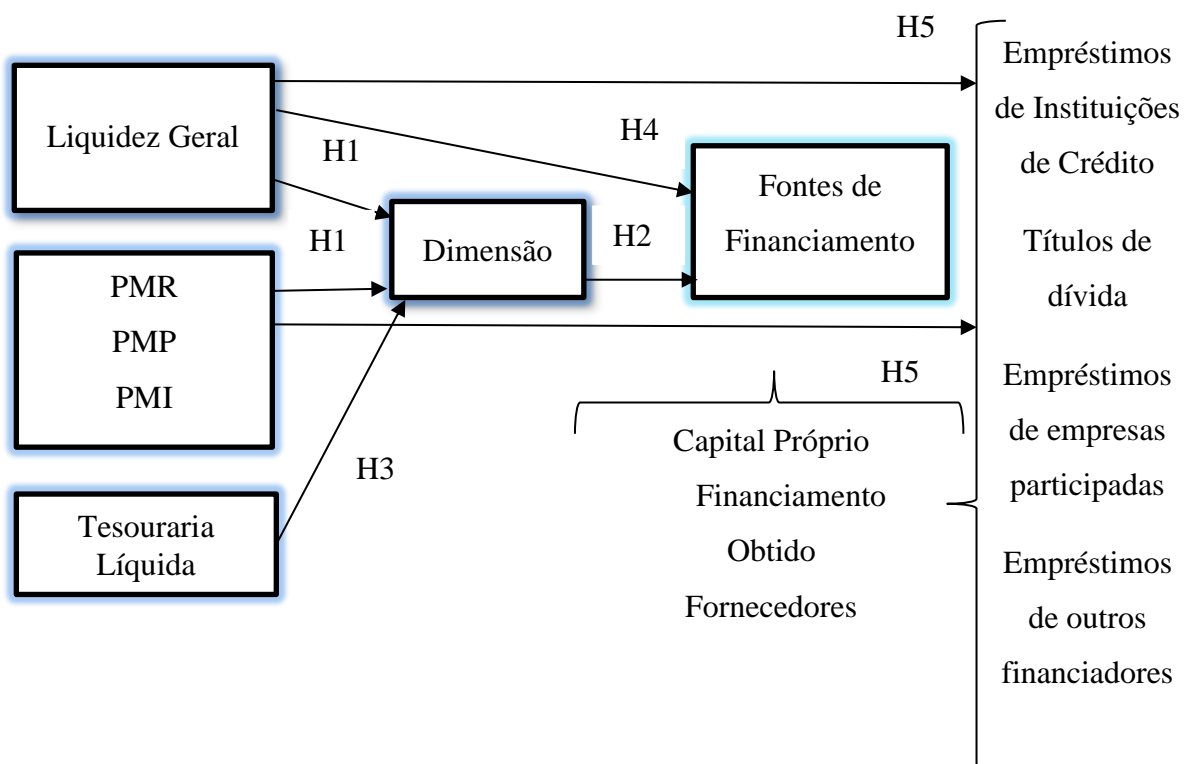
Tendo por base todas as considerações anteriores, é perceptível que existe uma sujeição entre a liquidez, o prazo médio de pagamento, recebimento, inventário face a composição do financiamento obtido, sendo as instituições de crédito e sociedades financeiras as mais utilizadas.

Hipótese 5: Existe uma relação entre a liquidez geral, PMP, PMR, PMI, dimensão das PME e a composição das fontes de financiamento.

2.4 MODELO DE HIPÓTESES

Com base na revisão da literatura e de acordo com o contexto económico que as PME enfrentam no que diz respeito ao acesso de financiamento e apesar de existir, atualmente, uma melhoria no acesso aos empréstimos segundo dados do Banco de Portugal do boletim económico, ainda existem limitações ao nível do financiamento. Neste contexto, o presente estudo irá compreender como se encontram relacionados a gestão de tesouraria de curto prazo com o financiamento tanto na fundamentação teórica, como a situação atual que as empresas se deparam. A partir de toda a literatura, será apresentada o modelo das hipóteses para a presente investigação, com as relações entre as hipóteses, entre as variáveis dependentes, independentes e moderadora para o presente estudo.

Figura 1- Modelo das Hipóteses



Fonte: Elaboração pelo próprio autor

Com base no modelo de hipóteses apresentado, as hipóteses deste estudo são as subseqüentes:

H1: Existe uma relação entre a liquidez, PMP, PMR, PMI com a dimensão das PME.

H2: Existe uma relação entre a dimensão das PME com as fontes de financiamento.

H3: Existe uma relação entre a tesouraria líquida com a dimensão das PME.

H4: Existe uma relação entre a liquidez geral com as fontes de financiamento.

H5: Existe uma relação entre a liquidez geral, PMP, PMR, PMI, dimensão das PME e a composição das fontes de financiamento.

3. MÉTODOS

3.1 PROCEDIMENTOS E DESENHO DA INVESTIGAÇÃO

Para uma melhor compreensão da metodologia adotada, é essencial descrever como foi conduzida a pesquisa e quais os procedimentos utilizados, definir a amostra, a população e os participantes, referir as medidas e instrumentos de recolha de dados e variáveis, e ainda descrever os procedimentos de análise dos dados, com a respetiva descrição estatística.

Após a revisão da literatura realizada e de algumas reflexões sobre a temática, existe a necessidade em definir a metodologia e procedimentos a aplicar no presente trabalho com o objetivo de procurar compreender como é que as fontes de financiamento podem ter impacto na gestão de tesouraria, e analisar as repercussões que têm nas PME. A gestão de tesouraria é importante para a atividade das empresas, pois qualquer medida adotada a curto prazo altera significativamente a conjuntura financeira no médio e longo prazo.

Neste sentido, foi definido um plano de investigação para testar as hipóteses definidas a partir da revisão de literatura, tendo em conta os preditores do modelo: liquidez geral, PMP, PMR, PMI, tesouraria líquida, dimensão e as fontes de financiamento.

Numa primeira fase, foi feita uma pesquisa através de diversas fontes: livros, revistas, artigos científicos e estudos, recolhe de informação que assente nos objetivos da temática e na problemática desta investigação. Numa segunda fase, foi efetuado um levantamento de dados e depois uma análise do plano de investigação e respetivas conclusões no que diz respeito aos dados obtidos.

Todos os conceitos e as teorias bibliográficas de todas as variáveis da investigação que condicionam as decisões de fontes de financiamento das PME, desde os indicadores como a liquidez geral, PMP, PMR, PMI, tesouraria líquida e a dimensão foram sustentados através de livros, artigos e revistas científicas.

A presente investigação é um estudo de caso, de carácter quantitativo, pois foi feito uma recolha de dados secundários que incide sobre todos os setores de atividade das PME. O objetivo desta investigação quantitativa consiste em descobrir se existe ligações entre as variáveis.

Segundo Yin (2010), o estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenómeno contemporâneo em profundidade e em seu contexto de vida real, especialmente quando os limites entre o fenómeno e o contexto não são claramente evidentes. Yin (2005) aborda esta questão, salientando que os estudos de caso são uma estratégia abrangente e podem incluir as evidências quantitativas e ficar até limitados a essas evidências. Ainda segundo este autor, a estratégia de estudo de caso, ao ser uma estratégia abrangente, não se deve confundir com pesquisa qualitativa, pois existe uma grande e importante área comum entre a investigação qualitativa e quantitativa.

Com base na fundamentação teórica de cada variável foram levantadas as hipóteses e desenvolvido o modelo de investigação baseado nos dados secundários recolhidos durante a pesquisa bibliográfica por um período de 10 anos.

3.2 AMOSTRA, POPULAÇÃO E PARTICIPANTES

Segundo Hulley (2008), a população representa a junção de pessoas que tenham uma característica igual. A população alvo é o subgrupo de elementos acessíveis de uma população (Marôco & Bispo, 2005).

A amostra pode ser definida como um subconjunto, uma parte selecionada da totalidade de observações abrangidas pela população, através da qual se faz inferência sobre as características da população (Pestana e Gageiro, 2005; Pinheiro et al, 2009). A amostra é um subconjunto de uma população ou de um grupo de sujeitos que fazem parte da mesma população (...) É, de qualquer forma, uma réplica em miniatura da população alvo (Fortin, 1999). Deste modo, a amostra deve representar o universo de estudo, ou seja, deve possuir os atributos da população.

Neste estudo, a população é constituída por empresas não financeiras, PME com atividade nacional. Neste contexto, este estudo centra-se numa amostra de 4 389 242 empresas portuguesas, divididas em 3 formas que disponibilizaram as suas demonstrações financeiras ao Banco de Portugal, de 3 893 890 microempresas, 428 186 pequenas empresas e 67 166 médias empresas compreendido entre 2007 e 2017 (tabela 1).

Tabela 1 - Micro, Pequenas e Médias Empresas por Dimensão

Anos	PME			
	Total	Micros	Pequenas	Médias
2007	372 734	324 233	42 102	6 399
2008	376 431	327 982	42 000	6 449
2009	376 269	329 707	40 328	6 234
2010	389 542	341 534	41 639	6 369
2011	397 619	351 408	40 050	6 161
2012	398 100	355 407	36 895	5 798
2013	400 308	359 566	35 102	5 640
2014	404 771	363 821	35 294	5 656
2015	416 052	373 298	36 912	5 842
2016	423 038	378 727	38 191	6 120
2017	434 378	388 207	39 673	6 498

Fonte: Banco de Portugal

A classificação das PME é definida segundo o Decreto-Lei n. °372/007, de 6 de Novembro e da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de Maio de 2003, como PME. As PME são categorizadas por três classes consoante o número de funcionários, volume de negócios tal como o valor total anual do balanço (tabela 2).

Tabela 2 - Classificação das Dimensões das PME

	Número de empregados	Volume de negócios	Balanço total anual
Micros	< 10	< 2 milhões de euros	< 2 milhões de euros
Pequenas	< 50	< 10 milhões de euros	< 10 milhões de euros
Médias	< 250	< 50 milhões de euros	< 43 milhões de euros

Fonte: Elaboração própria a partir da Recomendação da Comissão Europeia

3.3 MEDIDAS E INSTRUMENTOS DE RECOLHA DE DADOS E VARIÁVEIS

De acordo com o objetivo principal deste estudo associado à identificação das variáveis e à análise das fontes de financiamento das PME no impacto na gestão de tesouraria no curto prazo através de indicadores, é fundamental recorrer a métodos de recolha de dados fundamentados na revisão da literatura, de forma, a avaliar as variáveis da investigação. Neste âmbito, toda a pesquisa quantitativa está baseada no estudo de variáveis de interesse ao estudo. Para realizar a mensuração das variáveis do estudo foi feita uma investigação baseada na literatura sobre as variáveis críticas em relação ao tema.

Os dados recolhidos para o presente estudo têm origem documental, são de fontes estatística, secundária e referem-se à informação anual da Central de Balanços do setor empresarial português, através dos quadros dos setores, disponibilizada pelo Banco de Portugal. Os Quadros do Setor apresentam um conjunto alargado de informação estatística sobre as empresas portuguesas. A Central de Balanços disponibiliza informação de natureza contabilística, com base nas demonstrações financeiras, que agrupa indicadores por anos, setores das atividades económicas, juntamente, com classes.

Salienta-se que os indicadores disponibilizados nos quadros setoriais se referem a média aparada e a média ponderada. Os dados estão agregados por setor de atividade económica e por classes de dimensão das empresas.

Os dados financeiros são extraídos, por meio da IES (Informação Empresarial Simplificada) realizado em parceria com o INE, disponibilizados nos dos Quadros do Setor e apurados a partir de dados contabilísticos não consolidados (balanço e demonstração de resultados). A Informação Empresarial Simplificada (IES) constitui a principal fonte de informação deste produto estatístico. Os dados compilados para o estudo são desde 2007 até 2017, a partir do reporte anual da IES, efetuado por sociedades não financeiras com sede ou estabelecimento estável no território nacional. O carácter obrigatório deste reporte faz com que a informação reunida assegure uma cobertura quase total do tecido empresarial português. Um processo de estimativa efetuado pela Central de Balanços do Banco de Portugal complementa a informação anual para o universo das sociedades não financeiras nacionais, garantindo uma cobertura de 100 % do universo.

3.4 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS

Após a recolha de dados, procedeu-se ao tratamento e análise de dados por anos e por dimensão, de forma, a analisar a evolução dos indicadores nos 10 anos do presente estudo. Os dados recolhidos foram extraídos e colocados numa base em Excel onde se procedeu à sua organização e feito alguns cálculos de rácios fundamentais para a obtenção dos dados das variáveis independentes a utilizar. Efetuou-se uma análise comparativa e da tendência, de forma, a averiguar se existe uma evolução ou deterioração nos indicadores e verificar as tendências entre as diferentes classes de dimensões de todos os setores, de forma, a responder as questões da presente investigação.

Posteriormente, os dados foram exportados para o programa estatístico, software estatístico SPSS (versão 23). O programa permite analisar os dados e utilizar a estatística descritiva (medidas de tendência central e dispersão) e a estatística inferencial (Teste Anova e as correlações). Através deste programa será efetuada um estudo com as variáveis do estudo. Os dados foram apresentados sob a forma de texto, gráficos e tabelas, por forma, a realçar e a sistematizar a informação com maior significado. Para a comparação dos valores médios obtidos entre as variáveis em estudo, foi utilizada: uma Análise de Variância (caso da relação entre uma variável quantitativa e uma variável qualitativa, com mais do que duas classes).

4. ANÁLISE DOS DADOS OBTIDOS E DISCUSSÃO

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Para a estatística descritiva serão apresentadas tabelas e gráficos que descrevem todos os dados exportados do Excel para o SPSS. Primeiramente, será apresentada uma decomposição descritiva: média, desvio padrão, máximo e mínimo, seguida de uma análise da matriz de correlações e análise da variância através da Anova das variáveis do estudo.

A partir do universo das PME em Portugal, foram selecionadas todas as micro, pequenas e médias empresas entre 2007 e 2017 de empresas não financeiras de todos os setores de atividade. Na dimensão das PME, é possível verificar, uma média de 133 007,33 empresas num período de 10 anos das 33 observações e com um desvio padrão de 159 720,59.

Tabela 3 - Amostra das PME

Anos 2007-2017	N	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
Numero de empresas	33	5640	388207	133007,33	159720,59
N válido (de lista)	33				

Fonte: SPSS

Na tabela subsequente expõe a estatística descritiva das variáveis dependentes, independentes e moderadora da amostra entre 2007-2017.

Tabela 4 - Estatística Descritiva das Variáveis segundo à sua Dimensão

Variáveis		Dimensão		
		Micro empresas	Pequenas empresas	Médias empresas
Liquidez geral	Média	129.08	133.68	121.34
	DP	6.01	9.81	9.98
	Máximo	142.96	151.02	130.07
	Mínimo	121.91	121.46	108.83

PMR	Média	80.27	77.55	75.73
	DP	7.31	4.74	5.26
	Máximo	91	84	84
	Mínimo	68	69	67
PMP	Média	101.82	78.09	71.55
	DP	8.48	6.20	3.80
	Máximo	113	86	78
	Mínimo	85	67	66
PMI	Média	460.00	155.64	103.09
	DP	53.78	29.26	15.02
	Máximo	538	196	135
	Mínimo	364	120	85
Tesouraria líquida	Média	-15588596.50	-5206564.18	-5830152.64
	DP	4499224.29	4652836.23	3662278.79
	Máximo	-6324754.00	2054170	-1953749
	Mínimo	-20352866.00	-10192621	-12140828
Capital próprio	Média	27.04	30.54	29.40
	DP	2.60	3.42	2.08
	Máximo	32.48	36.84	33.22
	Mínimo	24.12	26.99	26.
Financiamento obtido	Média	37.45	37.33	39.50
	DP	2.09	2.05	2.24
	Máximo	41.06	40.7	43.26
	Mínimo	33.98	34.43	36.69
Fornecedores	Média	9.49	14.17	12.88
	DP	0.67	1.31	0.83
	Máximo	10.18	16.25	14.60
	Mínimo	8.28	12.06	11.81
Restantes passivos	Média	26.03	17.96	18.22
	DP	0.71	1.43	1.59
	Máximo	26.94	20.71	21.40

	Mínimo	25.00	16.62	16.51
EMIC	Média	54.09	68.57	65.81
	DP	9.71	3.37	3.65
	Máximo	66.77	72.81	70.03
	Mínimo	40.55	62.18	52.13
EMOF	Média	10.06	6.13	5.04
	DP	4.11	1.86	0.44
	Máximo	15.84	8.27	5.86
	Mínimo	3.98	2.86	4.37
EMEP	Média	35.07	22.89	22.37
	DP	5.76	1.82	3.29
	Máximo	42.56	26.6	26.37
	Mínimo	26.04	20.44	16.91
Títulos de dívida	Média	.78	2.42	6.69
	DP	.50	1.47	1.79
	Máximo	1.84	5.65	10.59
	Mínimo	.26	1.21	4.77

Fonte: SPSS

Como pode ser observado nas estatísticas apresentadas acima, expressa as medidas descritivas no estudo com valores médios. Destaca-se disparidades entre as variáveis. No caso da liquidez geral, as pequenas empresas distinguem-se das micro e médias empresas, apresentando um valor de liquidez geral significativamente superior, apresentando um valor médio de 133.68 O valor máximo se diferencia por ser o mais alto em comparação as micro e médias empresas. O valor da liquidez geral, como já foi referido neste estudo, por norma está entre os 1,5 e 2 (Nabais & Nabais, 2011). É de salientar, que a liquidez geral apresenta valores crescentes para as três classes. Quanto ao PMR e ao PMP, as microempresas apresentam um valor significativamente superior em relação as outras empresas, seguida das pequenas empresas e por último as médias empresas. O PMP é superior ao PMR para as microempresas e as pequenas empresas, o que indica que essas duas classes apresentam um prazo de exigibilidade da dívida inferior, no entanto, existe uma grande diferença entre PMP e PMR das microempresas, podendo significar que tem um fraco poder negocial, isto é, pode assinalar complicações em cumprir os seus encargos. Com um PMP mais

elevado que o PMR, faz com que os meios monetários não estejam imobilizados pelo ciclo operacional. Em relação as médias empresas, verifica-se que o tempo médio em que os clientes demoram a liquidar as dívidas é superior ao prazo médio de pagamento. Em relação ao PMI, o mesmo cenário se verifica em que as microempresas registaram um valor médio superior face ao PMI das pequenas e médias empresas. O aumento do PMI reflete-se diretamente numa diminuição da liquidez. Podemos concluir, que das três classes as microempresas apresentam uma eficiência da gestão de inventários menor em relação às outras empresas.

Na tesouraria líquida, observa-se diferenças significativas entre as empresas registando um valor médio negativo para ambas as empresas, sendo que as microempresas apresentam um valor maior face às outras. Nesta situação, apesar do FM ser acima de zero, é escasso para financiar as necessidades do fundo de maneoio, pelo que as empresas suportam uma porção das necessidades cíclicas de exploração com transações de tesouraria, podendo sendo caracterizada pela dependência face à banca, problemas de equilíbrio financeiro de curto prazo ou até mesmo por ciclos de exploração longos. Em relação as pequenas empresas assumem um valor médio negativo mais alto, porque entre 2015 a 2017 a tesouraria líquida é positiva, situação essa que reflete uma situação de equilíbrio financeiro de curto prazo.

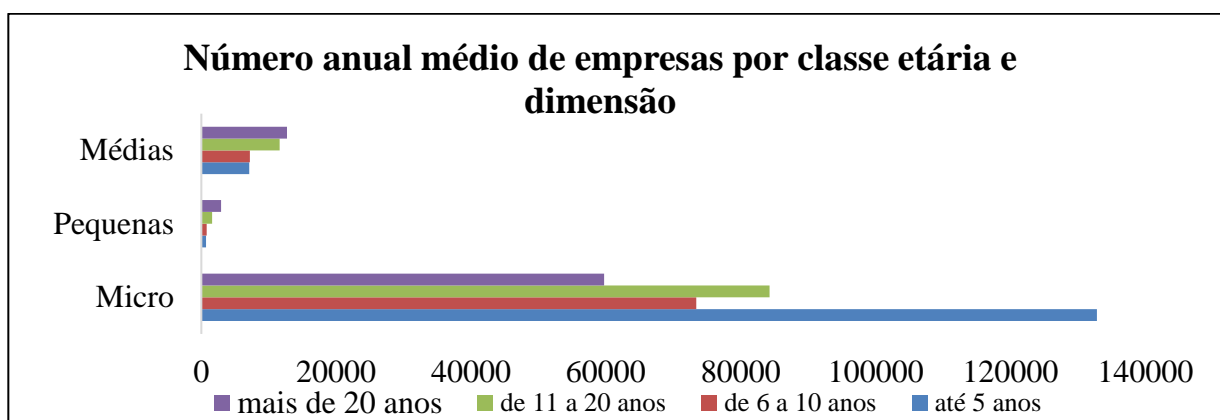
Em relação às fontes: o capital próprio, o financiamento obtido, os fornecedores e os restantes passivos verificam-se disparidades de valores médios entre as classes. Verifica-se que todas as classes usam como primeiro recurso o financiamento obtido, seguido do uso ao capital próprio, em terceiro lugar aos restantes passivos e por último os fornecedores. O recurso ao capital próprio assume um valor médio mais elevado nas pequenas empresas de 30,54%, o financiamento obtido apresenta um valor médio de 39,50% nas médias empresas face as outras, porém, a diferença entre as duas classes menores é muito pouca significativamente. Quanto aos fornecedores as pequenas empresas têm um valor médio de 14,17% e os restantes passivos com um valor de 26,03% nas microempresas.

Conforme, os valores apresentados na tabela 4, é de notar que as variáveis que compõem a composição do financiamento: os empréstimos de instituições de crédito, empréstimos de empresas participadas, empréstimos de outros financiadores e títulos de dívida apresentam diferenças estatisticamente significativas. Existem diversidades entre as microempresas e as

outras empresas nos empréstimos de instituições de crédito, registando um valor médio mais elevado face às outras de 54,09 % para as microempresas, de 68,57 % nas pequenas, sendo 65,81 % nas médias empresas.

No que diz respeito a composição do financiamento por parte das PME, estas recorreram em primeiro lugar aos empréstimos de instituições de crédito, seguido dos empréstimos de empresas participadas, empréstimos de outros financiadores e por último os títulos de dívida, sendo que nas microempresas registaram um muito baixo de 0,78%. Em relação aos empréstimos de outros financiadores, verifica-se que ocorrem poucas diferenças significativas, entre as pequenas e médias empresas. Em relação aos títulos de dívida, verifica-se que as médias empresas apresentam um valor significativamente superior aos outros dois tipos de empresas.

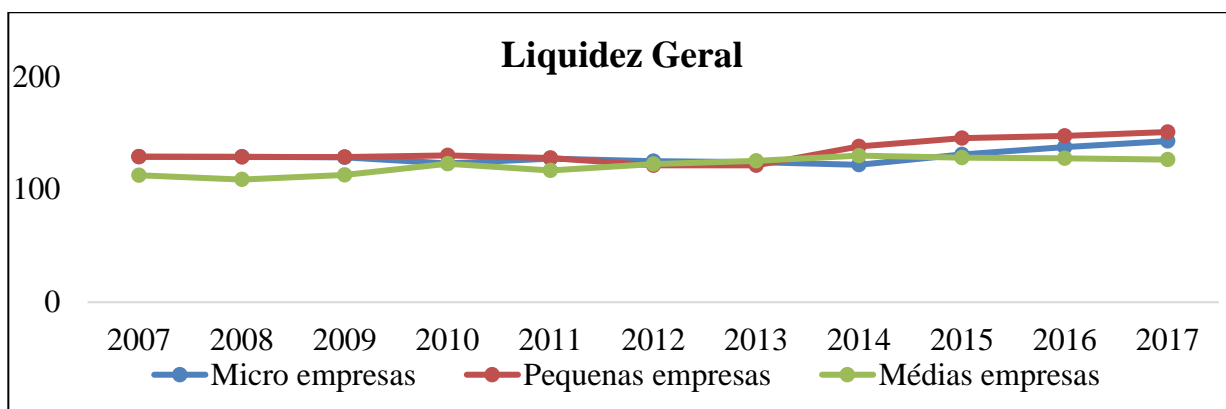
Gráfico 1 - Número Anual Médio de Empresas por Classe Etária e Dimensão



Fonte: Elaboração própria

Verifica-se que existem diferenças estatisticamente significativas entre a distribuição das empresas pelas diferentes classes etárias consideradas, tendo em conta a sua dimensão. Pela observação, existe mais microempresas até 5 anos, seguido depois com idade de 11 a 20 anos. Comparativamente, podemos constatar um registo maior nas empresas médias com mais de 20 anos, seguindo depois as de 11 a 20 anos. Contudo, constata-se que as PME são dominadas por microempresas.

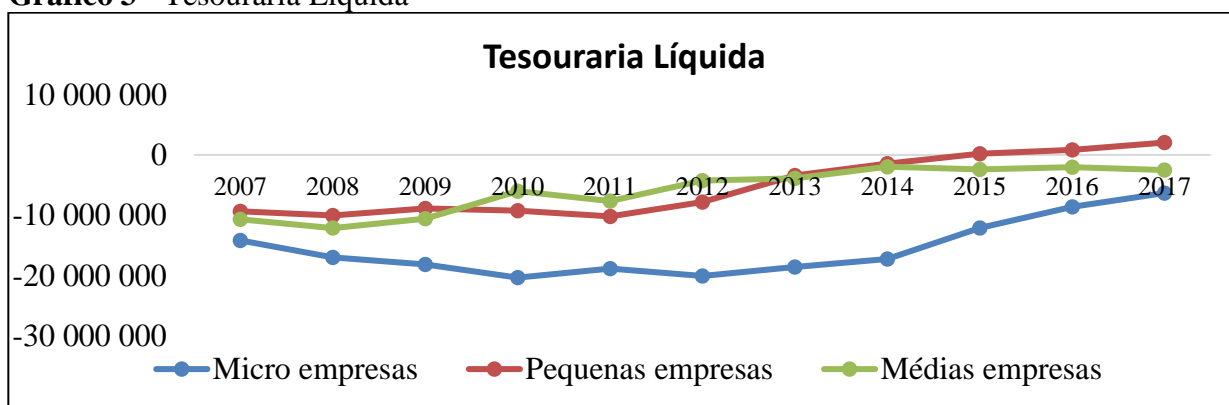
Gráfico 2 - Liquidez Geral



Fonte: Elaboração própria

As microempresas, as pequenas e as médias empresas apresentam um indicador de liquidez geral superior a 1, o que significa que as obrigações de curto prazo se encontram cobertas pelos ativos de maior liquidez, apesar de se verificar que existem algumas descidas. De acordo com o gráfico, verifica-se que a liquidez geral tende a aumentar nas pequenas empresas a partir de 2013, sendo que anteriormente, estava constante. As microempresas tiveram um pique de crescimento em 2013. Em relação as médias empresas observam-se um pequeno aumento a partir de 2014 sendo, consideravelmente, quase constante a partir de 2016. Contudo, segundo os valores médios observados, as PME têm capacidades para satisfazer as suas obrigações a curto prazo com ativos circulantes no período em análise por terem valores superiores a um.

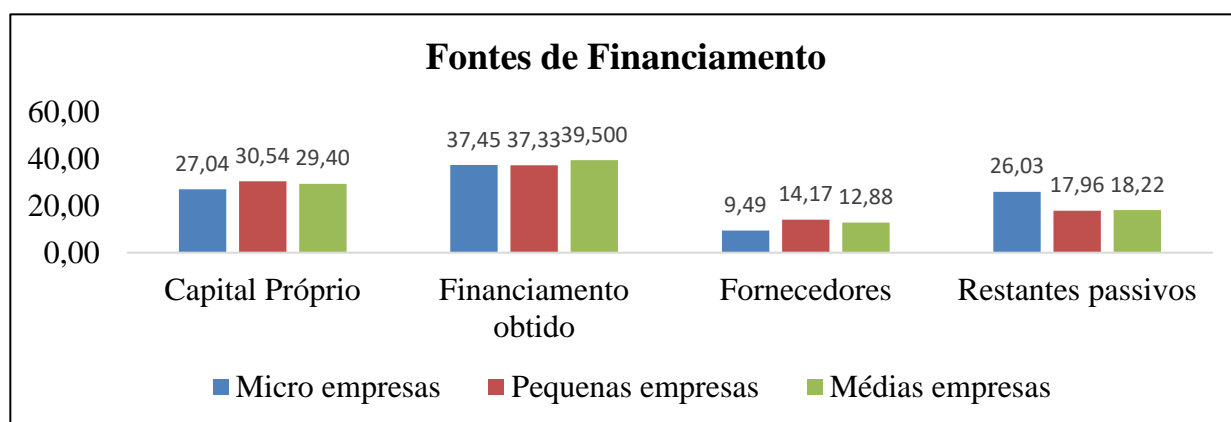
Gráfico 3 - Tesouraria Líquida



Fonte: Elaboração própria

Como podemos notar no gráfico 3 a tesouraria líquida permanece, permanentemente negativa no período em análise entre 2007 a 2017 nas microempresas e nas médias empresas registrando valores médios de -15 588 596 e de -5 206 564 para o período em análise. Porém, as pequenas empresas apresentam valores negativos entre 2007 até 2014. É de notar uma expansão a partir de 2011 até 2017 registrando valores positivos a partir de 2015 até 2017. Conclui-se que o cenário por parte das microempresas e das médias empresas revela uma situação de desequilíbrio financeiro. Tendo em conta as dissemelhantes de tamanhos, a tesouraria líquida parece ser inquietante nas microempresas e nas classes médias por apresentar uma tesouraria negativa no decorrer dos anos, apesar desse desequilíbrio ter vindo a diminuir nos últimos seis anos do período em análise.

Gráfico 4 - Fontes de Financiamento



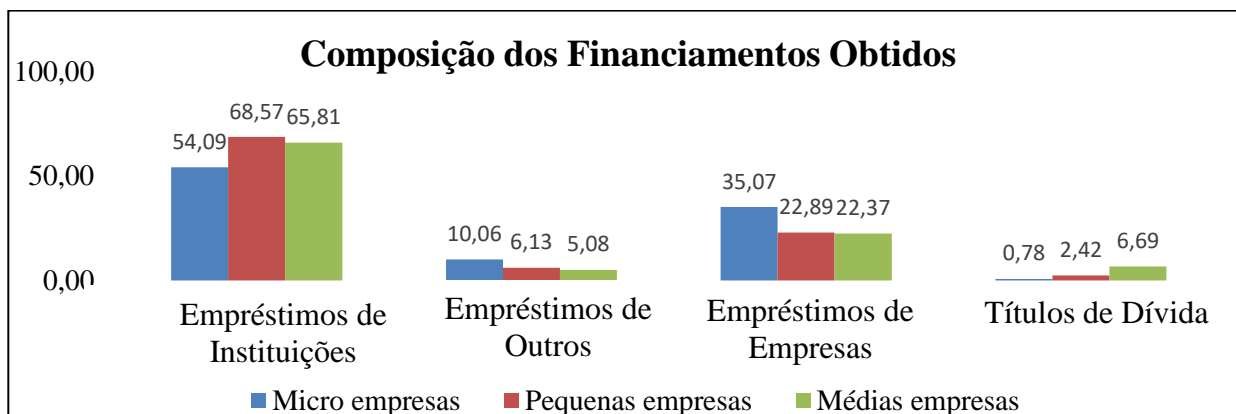
Fonte: Elaboração própria

Importa avaliar de que forma as PME obtêm os seus recursos que lhes permitem desenvolver os investimentos que as caracterizam. No gráfico, as microempresas aumentaram o uso do financiamento atingindo um valor médio de 37,45% para as microempresas, de 37,33% nas pequenas e de 39,50% para as médias empresas. Confirma-se um crescimento no financiamento obtido contrapôs a diminuição ao recurso dos fornecedores por parte das três classes dimensionais. O recurso ao capital próprio é a segunda escolha por parte das PME, posto que assume 30,54%, seguindo-se das médias empresas e microempresas com um valor médio praticamente de 29,40% e 27,04%. Verifica-se diferenças significativamente grandes entre os quatro tipos de financiamento. As microempresas recorrem mais ao financiamento obtido com um valor médio de 37,45%, seguindo-se do capital próprio com 27,95%, dos restantes passivos com 26,03% e por

último 9,49% nos fornecedores. Porventura, ambas as empresas e médias empresas, apresentam um cenário semelhante do que as microempresas. Pela observação do gráfico, podemos constatar que existe diferenças significativas quanto ao uso do capital próprio e do financiamento obtido.

Contrariamente, existe grandes diferenças significativas por parte das classes dimensionais no que diz respeito ao recurso dos fornecedores e de outros passivos entre as microempresas para as pequenas e das médias empresas. No entanto, o recurso do financiamento obtido tem vindo a aumentar. Porém, conclui-se que as PME eram financiadas, maioritariamente, por via dos financiamentos obtidos do que o uso do capital próprio, mas este peso começou a diminuir ao longo do tempo desde 2012, ao contrário dos capitais próprios que tem vindo a aumentar desde 2013, o que reforçou a autonomia financeira das empresas.

Gráfico 5 - Composição dos Financiamentos Obtidos



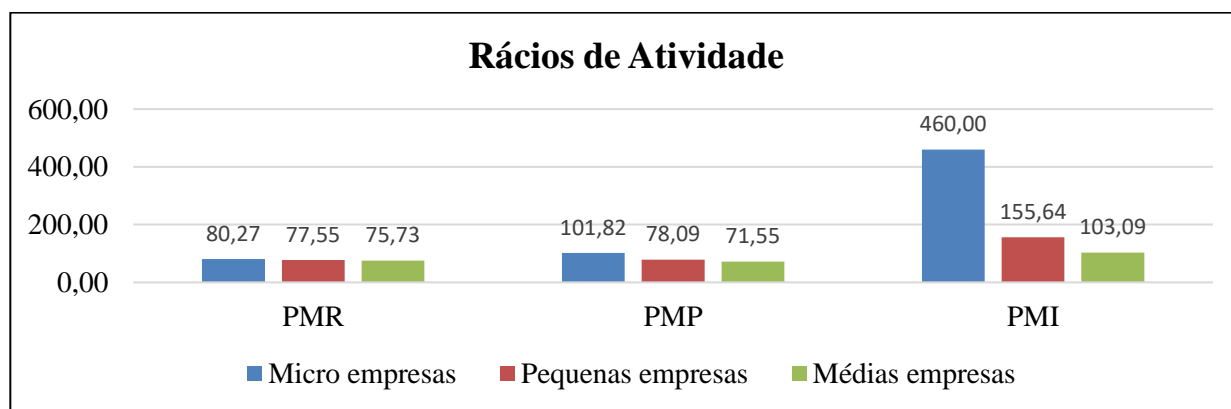
Fonte: Elaboração própria

A análise da composição dos financiamentos obtidos é importante para as empresas, na medida em que permite avaliar os riscos e os potenciais efeitos que possam vir desta fonte de financiamento. Neste sentido, a composição dos capitais alheios permite identificar como as empresas se financiam mais. Os financiamentos obtidos são compostos com maior peso por parte das PME da seguinte forma: em primeiro recorrem aos empréstimos de Instituições de Crédito, Empréstimos de Empresas Participadas, Empréstimos de Outros Financiadores e por último os Títulos de Dívida.

A dívida remunerada corresponde ao conjunto dos financiamentos remunerados obtidos, designadamente, através da emissão de títulos de dívida, empréstimos junto de instituições de crédito e sociedades financeiras, financiamentos junto de empresas do grupo e outros financiamentos obtidos. Verifica-se que as pequenas empresas recorrem mais ao empréstimo de instituições de crédito face aos outros, como se pode observar uma grande expansão do peso com um valor médio de 68,57% seguindo-se dos empréstimos de empresas participadas com 22,89%. As microempresas apresentam um maior peso nos empréstimos de instituições de crédito e de sociedades financeiras com 54,09%, seguindo-se por empréstimos de empresas participadas com 22,89%. No caso das médias empresas foi registado um maior peso no empréstimo de instituições de crédito com 65,81% face as outras fontes de financiamento.

Contudo, a principal fonte do financiamento remunerado eram os empréstimos de instituições de crédito e de sociedade financeiras no período em análise de 2007 a 2017 pelas classes dimensionais menores: microempresas e pequenas empresas. Foi observado que a contração do peso dos financiamentos por parte das PME de todas as classes são os títulos de dívida em particular as microempresas com um valor médio de 0,78%.

Gráfico 6 - Rácios de Atividade



Fonte: Elaboração própria

Os rácios de atividade traduzem a forma como as empresas gerem a sua atividade, ou seja, como é conduzida a gestão de tesouraria e de inventários através das análises dos indicadores. O valor médio entre 2007 e 2017 do PMP das microempresas era de 102 dias, sendo que o valor das

pequenas e das médias eram de 78 dias e de 72 dias. Todavia, as microempresas apresentam divergências nos 3 tipos de rácios.

Quanto ao PMR, observa-se que as microempresas têm uma média superior a 80 dias face as outras empresas. Consta-se que as médias empresas apresentam valores médios baixos tanto no prazo médio de pagamento e de recebimento com 72 dias e de 76 dias. O PMR, nas microempresas apresenta valores quase constante no período em análise. Nas médias empresas, o indicador assume um valor mais alto em 2010 de 84 dias e a partir desse ano o indicador tem vindo a diminuir até 2017. No caso do prazo médio de inventário, as microempresas destacam-se significativamente face às outras empresas com um valor médio de 460 dias. O PMI nas três classes apresenta oscilações no período em análise, tendo vindo a decrescer desde 2012.

Contudo, as microempresas apresentam valores mais altos para os três indicadores, em contrapartida as médias empresas têm valores mais baixos. O indicador PMI foi o indicador de atividade que mais aumentou até 2012, o que traduz um agravamento na eficiência de gestão das existências e uma menor capacidade para escoar-los, relativamente, as três empresas. Quanto ao indicador PMR podemos observar que as microempresas assumem um valor maior em comparação as outras, o que significa que levam mais tempo a receber dos seus clientes do que as outras. Em relação ao prazo médio de pagamento existe diferenças significativas entre as empresas, pelo que todas conseguem pagar as suas dívidas num mesmo prazo de dias face às suas obrigações.

4.2 TESTE DAS HIPÓTESES

4.2.1 CORRELAÇÕES DE PEARSON

Para complementar este estudo foram calculados os coeficientes de correlação de Pearson desenvolvido por Karl Pearson. Estes coeficientes de correlação de Pearson, representado por r , medem o grau de correlação linear entre as diferentes variáveis. De acordo Mukaka (2012), o coeficiente de correlação de Pearson pode variar num intervalo de -1 e 1. O seu sinal positivo ou negativo indica a direção do relacionamento entre as variáveis. O coeficiente de correlação de Pearson é medida através do valor p caso seja menor do que o nível de significância de 0,05.

Neste sentido, o coeficiente de correlação é estatisticamente significativo quando r o p -value < 0.05 . Segundo o mesmo autor, sugere uma regra para interpretar a intensificação do grau da correlação entre variáveis em que os coeficientes de Pearson variam entre:

0,9 a 1 a correlação é muito forte;

0,7 a 0,9 a correlação é forte;

0,5 a 0,7 a correlação é moderada;

0,3 a 0,5 a correlação é fraca;

0 a 0,3 a correlação é insignificante.

Neste estudo para o teste do coeficiente de correlação de Pearson são usadas as seguintes hipóteses:

Hipótese Nula (H_0): $r=0$ (não existe correlação entre as variáveis)

Hipótese Alternativa (H_1): $r \neq 0$ (existe correlação significativa entre as variáveis)

Tabela 5 - Correlações de Pearson das Variáveis entre 2007 a 2017

Variáveis		D	TL	LG	PM P	PM R	PM I	CP	FO	FO R	RP	EM IC	EM OF	EM EP	TD
Dimensão	Correlação	1	,622*		-	,638*	,423*	-		,630*	-	,551*	-	-	
	Pearson		*	-,122	,851*	*	*	,310*	,357*	*	,805*	*	,621**	,742**	*
	Sig.(2-tailed)		0,005	,020	,000	,040	,000	,079	,042	,000	,000	,001	,000	,000	,000
	N	33	33	33	33	33	33	33	33	33	3101	33	33	33	33
Tesouraria líquida	Correlação		1	,448*	-	-	-	,862*	-		-	,217	-,247	-,376*	,542*
	Pearson			*	,883*	,521*	,838*	*	,087*	,391*	,844*				*
	Sig.(2-tailed)			,000	,000	,002	,000	,000	,629	,024	,000	,224	,165	,031	,001
	N		33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Liquidez geral	Correlação			1	-,095	-,314	,037	,680*	-	-					
	Pearson							*	,504*	,240*	-,101	,289	,277	,327	-,242

	Sig.(2-tailed)				,600	,076	,0840	,000	,003	,179	,575	,103	,119	,063	,174
	N			33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
PMP	Correlação Pearson				1	,623	,958*	-	,035	-	,862**	,464**	,525**	-	,701*
							*	,699*		,599**				,617**	*
	Sig.(2-tailed)					,000	,000	,000	,845	,000	,000	,006	,002	,000	,000
	N				33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
PMR	Correlação Pearson					1	,401*	-	,598*		,241	-,122	-,380*	,101	-,303
							*	,670*	*						
	Sig.(2-tailed)						,001	,000	,005	,522	,176	,002	,029	,000	,087
	N					33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
PMI	Correlação Pearson						1	-	-,150	-,739*	,940*	-	-		,712*
								,563*	*	*	*	,574*	-,555**	,743**	*
	Sig.(2-tailed)							,001	,405	,000	,000	,000	,001	,000	,000
	N						33	33	33	33	33	33	33	33	33
Capital Próprio	Correlação Pearson							1	,494*	,126*	-,563*	-,005	-,074	-,103	,342
									*	*	*				
	Sig.(2-tailed)								,003	,486	,001	,978	,683	,570	,040
	N							33	33	33	33	33	33	33	33
Financiamento obtido	Correlação Pearson								1	,126	-,272	,181	-,091	-,289	,271
	Sig.(2-tailed)									,485	,126	,003	,616	,102	,012
	N								33	33	33	33	33	33	33
Fornecedores	Correlação Pearson									1	-,722*	,842*	-,669**	-	,335
											*	*		,867**	
	Sig.(2-tailed)										,000	,000	,000	,000	,047
	N									33	33	33	33	33	33

Restantes Passivos	Correlação										1	-		-
	Pearson											,567*	,482**	,618*
	Sig.(2-tailed)											*	,005	*
	N										33	33	,000	,000
Empréstimos de Instituições de Crédito	Correlação											1	-	
	Pearson												,873**	,274
	Sig.(2-tailed)												,000	,940**
	N											33	33	,000
Empréstimos de Outros Financiadores	Correlação												1	-
	Pearson													,477*
	Sig.(2-tailed)													*
	N												,000	,005
Empréstimos de Empresas Participadas	Correlação													1
	Pearson													,528*
	Sig.(2-tailed)													*
	N													,000
Títulos de Dívida	Correlação													
	Pearson													
	Sig.(2-tailed)													
	N													33

Nota:

** A correlação é significativa no nível 0,01

* A correlação é significativa no nível 0,05

Fonte: SPSS

Ao analisar os resultados obtidos na tabela 6, é possível verificar de uma forma geral, que as correlações existentes entre a dimensão, liquidez geral, PMP, capital próprio, restantes passivos, empréstimos de outros financiadores e empréstimos de empresas participadas correlacionam-se negativamente entre elas. A variável que apresenta uma correlação negativa e forte é o PMP com

a dimensão, evidenciando que uma melhoria do PMP detém sobre a dimensão com um coeficiente de correlação de ($r = -0,851$ $p < 0,05$) e estaticamente significativa ao nível de 5% sendo considerada moderada. Como $p < 0,05$ para os resultados analisados, rejeitam-se as hipóteses nulas (H_0) e aceitam-se as hipóteses alternativas, pois verifica-se que existe uma relação entre as variáveis.

De entre todas as correlações entre a dimensão, tesouraria, PMR, PMI, financiamento obtido, fornecedores, empréstimos de instituições de crédito e os títulos de dívida verificam-se uma ligação positiva, forte, moderada e estaticamente considerável. de ($r = 0,638$, $p < 0,05$) ao nível de 5% de significância e com um $p\text{-value} < 0,000$. Deste modo, conclui-se que algumas das variáveis conseguiram estar correlacionadas umas com as outras. É de ressaltar que a correlação de maior valor positivo e moderada está relacionada com os títulos de dívida e com o PMR pelo que estas variáveis conseguem medir o efeito da variável dimensão, em contrapartida o PMP, a liquidez, os empréstimos de outros financiadores e os empréstimos de empresas participadas medem um efeito negativo, mas sendo significativos.

É possível verificar, de uma forma geral, que as correlações presentes nas variáveis: tesouraria líquida e dimensão são positivas moderadas e sendo estaticamente significativo, evidenciando que quanto maior for a dimensão, maior será a tesouraria líquida. A correlação entre a tesouraria líquida, liquidez geral, capital próprio e os títulos de dívida têm uns efeitos positivos e estaticamente significativos com um nível de 5% de confiança em que a maior correlação é forte. Inversamente, as correlações com efeito negativo, mas sendo estaticamente significativo são o PMP, PMR e PMI.

É notável uma conexão no prazo médio de pagamento, capital próprio, fornecedores e empréstimos de empresas participadas revelam uma associação negativa nos coeficientes de correlação, sendo consideradas moderadas. A variável com maior relação com efeito negativo é o capital próprio. Quanto ao prazo médio de pagamento com maior relação positiva é o PMI sendo considerada forte e estaticamente significativo. Por esse motivo, o aumento do tempo médio de pagamento irá piorar a sua situação, expondo um défice superior. Tendo em conta que $p < 0,05$ para alguns resultados analisados, podemos dizer que se rejeitam as hipóteses nulas (H_0) e aceitam-se as hipóteses alternativas.

Em relação ao prazo médio de recebimento relaciona-se com capital próprio, fornecedores, empréstimos de instituições de crédito, empréstimos de outros financiadores e os títulos de dívida de forma negativa sendo estaticamente positiva com uns coeficientes de correlações ao nível de significância de 5% de significância. Inversamente, verificou-se que o prazo médio de recebimento se correlaciona de forma positiva com o PMI, financiamento obtido e com os empréstimos de empresas participadas, sendo que a maior correlação é apresentada pelo financiamento obtido sendo moderada.

No caso da variável do prazo médio de inventário, a correlação é negativamente moderada e forte sendo estaticamente significativa ao nível de 5% com as seguintes variáveis: capital próprio, fornecedores, empréstimos de instituições de crédito e empréstimos de outros financiadores. No entanto, observa-se uma relação positiva moderada e forte com os restantes passivos e empréstimos de empresas participadas. Desta forma, como $p < 0,05$ para a maior parte dos resultados analisados, rejeitam-se as hipóteses nulas (H_0) e aceitam-se as hipóteses alternativas, pois verifica-se que existe uma relação entre as variáveis.

Em relação as fontes de financiamento, verifica-se que às correlações entre o capital próprio com o financiamento obtido e os restantes passivos possuem uma correlação negativa e estaticamente significativa. No entanto, correlaciona-se apenas de forma positivamente e estaticamente significativo com os títulos de dívida de forma fraca. O financiamento obtido assume uma correlação positiva com algumas das variáveis da estrutura da dívida remunerada de forma insignificante. No que diz respeito à correlação entre os fornecedores, os empréstimos de instituições de crédito e os títulos de dívida, é notável uma correspondência entre eles e são estaticamente significativos ($r = 0,842$, $p < 0,05$), sendo estimada como forte com um nível de significância de 5%. Inversamente, a variável que tem a maior relação com efeito negativo é os empréstimos de empresas participadas, uma vez que apresenta a correlação mais negativa e forte, evidenciando que quanto maior for o recurso aos fornecedores, menor será o acesso aos empréstimos de empresas participadas. Observa-se que os restantes passivos apresentam um coeficiente de correlação forte e fraca com os empréstimos de outros financiadores e empréstimos de empresas participadas, sendo que a variável com maior relação é a dos empréstimos de empresas participadas, tendo em conta que apresenta a correlação mais positiva e forte com um

nível de significância de 5%. Contrariamente, a variável com menor correlação negativa moderada é os empréstimos de instituições de crédito, demonstrando o impato que uma melhoria nos restantes passivos possui um agravamento nos empréstimos de instituições de crédito.

Em termos da estrutura da dívida remunerada, os empréstimos de instituições de crédito correlacionam-se de forma positivamente insignificativa com os títulos de dívida com um coeficiente de correlação de ($r = 0,274$) com um p-value de (0,000) e inversamente forte e negativamente com os empréstimos de empresas participadas. Quanto aos empréstimos de outros financiadores, este relaciona-se de forma positiva e forte com os empréstimos de empresas participadas e estaticamente significativa ao nível de 5%. Em relação ao empréstimo de empresas participadas, esta variável correlaciona-se de forma negativa moderada com os títulos de dívida com um coeficiente de correlação de ($r = -0,528$, $p < 0,05$).

Contudo, todas as correlações obtidas no estudo entre todas as variáveis do estudo e os valores dos coeficientes de Pearson são em termos médios positivos fracos, moderados e fortes. Constatou-se que nem todas as correlações de Pearson tiveram a mesma direção, ou seja, uma variável com valores positivos influencia da mesma forma a outra variável.

Contrariamente, verificou-se que quando as correlações com coeficientes negativos tiveram direções diferentes, ou seja, quando uma variável aumenta à outra tende a diminuir. Relativamente, aos rácios de atividade verificou-se que ambos os três aparentam ser dependentes.

De um modo geral, quase todas as variáveis estiveram correlacionadas significativamente, apesar de algumas possuir uma consistência mais forte do que outras, tendo em conta que conseguiram ter um p-value $< 0,05$ no seu conjunto. É de ressaltar que as variáveis como o capital próprio, o financiamento obtido, os restantes passivos e as variáveis que compõem o financiamento obtido destacam-se com valores positivamente forte e moderada com os seus coeficientes mais elevados em relação as outras variáveis. No entanto, existem coeficientes de Pearson em que os valores foram negativos fortes tais como o PMP, a dimensão, os empréstimos de empresas participadas, o PMI, a tesouraria líquida, os empréstimos de instituições de crédito e de sociedades financeiras e empréstimos de outros financiadores, mas sendo estaticamente significativo.

4.2.2 REGRESSÃO LINEAR

A amostra pode ser definida como um subconjunto, uma parte selecionada da totalidade de observações abrangidas pela população, através da qual se faz inferência sobre as características da população (Pestana e Gageiro, 2005; Pinheiro et al, 2009).

Segundo Filho (2007), a finalidade da regressão linear múltipla é explicar a causa na variável dependente resultante das variáveis independentes do modelo e serve para prever o impacto futuro numa variável dependente por explicação de outras variáveis independentes. Na mesma ótica, Levin & Fox (2004), a regressão linear consiste em obter uma equação que explica a relação existente entre variáveis subordinadas e autónomas.

Foi utilizado o modelo de regressão linear simples e múltipla através da análise de variância, ou seja, pelo método da ANOVA (F) e pelos coeficientes dos testes, de modo, a verificar as dependências entre os preditores independentes, dependentes e moderadora. Para o estudo, a análise incidiu nas variáveis independentes que possam deter sobre a dimensão, por outro lado o efeito que a dimensão possa ter na escolha das fontes de financiamento e identificar as variáveis críticas que podem levar as PME na sua escolha de financiamento.

De seguida, é relatado à análise da variância através do teste da ANOVA para testar a significância da regressão. Os pressupostos deste dizem-nos que a regressão é significativa quando a proporção da variância for grande, isto acontece quando o F for grande. Os resultados dos coeficientes representam os coeficientes da reta da regressão. O valor Sig. representa uma medida do grau com que os dados possam contradizer a hipótese nula. Assim, quanto mais pequeno for o valor do p-value ou Sig. maior será o seu grau com que podemos rejeitar a hipótese nula. Deste modo, iremos utilizar o valor Sig. e compará-lo com o nível de significância fixado no teste de 0,05. De seguida, apresentamos a análise dos resultados obtidos para os vários modelos de regressão incluído os seus coeficientes.

Para testar a primeira hipótese, utilizou-se quatro variáveis independentes na regressão linear como PMP, PMR, PMI e a liquidez geral se influenciam a variável dependente, que corresponde

à dimensão. Tendo em conta que se considera a variável dimensão como variável moderadora, numa primeira fase fez-se a análise do efeito de variância das variáveis independentes na variável dimensão.

Tabela 6 - Resultados da Análise de Variância e da regressão múltipla para a variável Dimensão

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,965 ^a	,931	,918	,237

a. Preditores: (Constante), Liquidez geral, PMI, PMR, PMP

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	20,482	4	4,096	72,838	,000 ^b
Resíduo	1,518	28	,139		
Total	22,000	32			

a. Variável Dependente: Dimensão

b. Preditores: (Constante), PMI, Liquidez geral, PMR, PMP

Fonte: SPSS

Coefficientes

Modelo	Coefficientes não padronizados		Coefficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	8,867	1,406		6,304	,000
Liquidez geral	-,032	,009	-,365	-3,410	,002
PMR	,036	,018	,275	2,027	,023
PMP	-,069	,026	-1,234	-2,650	,001
PMI	,001	,002	,161	,429	,671

a. Variável Dependente: Dimensão

Fonte: SPSS

De acordo com a tabela 6, temos um coeficiente com 93%, que representa a oscilação observada na dimensão justificada pela liquidez geral e rácios de atividade. Pela observação confirma-se a existência de regressão entre as variáveis independentes e dependente em que o modelo é significativo tendo em conta que o $p\text{-value} < 0,05$ o que significa que rejeitamos H_0 com 95% de confiança. Deste modo, as variáveis independentes influenciam a dimensão das empresas.

A última tabela apresenta as estimativas dos coeficientes para as variáveis independentes que influenciam significativamente a dimensão. O coeficiente do beta permite verificar se as variáveis independentes têm influência na variável dependente. Assim, a variável que possui maior influência na variável dependente é o prazo médio de recebimento e a variável com menor capacidade de influência é o prazo médio de pagamento. Como B é superior ao erro padrão e é estatisticamente significativa, visto que o Sig. do B é $0,023 < 0,05$, podemos dizer que rejeitamos H_0 com 95% de significância. Pela análise das significâncias da variância (ANOVA) e dos coeficientes da reta de regressão, pode-se confirmar uma relação de causalidade e que o modelo no seu conjunto é estaticamente significativo.

Relativamente à hipótese 1 (H_1): existe uma relação entre a liquidez, PMP, PMR, PMI com a dimensão pelas PME, podemos verificar que a hipótese é válida no seu conjunto quando é relacionada com a dimensão, pois apresenta um nível de significância inferior a 0,05 sendo que dois dos preditores apresentam um efeito negativo sendo o PMP e a liquidez geral e o PMR é a variável que possui maior influência na dimensão. No geral, as regressões e correlações no seu conjunto possuem uma conexão nos preditores. Contudo, podemos dizer que a hipótese é válida quando é relacionada com a dimensão.

Para testar a segunda hipótese, utilizou-se a variável independente na regressão linear referenciada como a dimensão de forma a verificar se detém capacidade de influência sobre as variáveis dependentes, ou seja, as fontes de financiamento que são o capital próprio, o financiamento obtido, os fornecedores e os restantes passivos.

Tabela 7 - Resultados da Análise de Variância e da regressão simples para a variável Capital Próprio

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,310 ^a	,096	,067	3,05623

a. Preditores: (Constante), Dimensão

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	30,727	1	30,727	3,290	,079 ^b
Resíduo	289,557	31	9,341		
Total	320,284	32			

a. Variável Dependente: Capital Próprio

b. Preditores: (Constante), Dimensão

Fonte: SPSS

Coefficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	26,649	1,408		18,932	,000
Dimensão	1,182	,652	,310	1,814	,079

a. Variável Dependente: Capital Próprio

Fonte: SPSS

Pela tabela 7, podemos observar que o coeficiente de determinação é de 9,6%, o que significa que a dimensão é pouca significativa pelos capitais próprios. Neste caso como é um valor bastante reduzido, significa que a variável dependente o capital próprio não é suficientemente bem explicado pela dimensão. Em relação a análise da variância verifica-se que não existe regressão entre a dimensão e os capitais próprios, uma vez que o modelo não é significativo tendo em conta o valor do Sig é superior a 0,05. Assim, podemos dizer que não rejeitamos a H0 com 95% de confiança.

O coeficiente do beta demonstrado na tabela mostra nos que a variável dimensão não tem influência sobre os capitais próprios. Como podemos verificar o valor do B é superior ao erro padrão e pelo p-value que é superior a 0,05. Deste modo, podemos concluir pelo nível de significância da variável independente que não é significativa por ter um impacto negativo o que não explica o modelo, daí não rejeitamos H0 com 95% de confiança.

Tabela 8 - Resultados da Análise de Variância e da regressão simples para a variável Financiamento Obtido

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,357 ^a	,425	,412	2,26509

a. Preditores: (Constante), Dimensão

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	23,196	1	23,196	4,521	,042 ^b
Resíduo	159,050	31	5,131		
Total	182,246	32			

a. Variável Dependente: Financiamento obtido

b. Preditores: (Constante), Dimensão

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	36,039	1,043		34,546	,000
Dimensão	1,027	,483	,357	2,126	,042

a. Variável Dependente: Financiamento obtido

Fonte: SPSS

De acordo com a tabela 8, podemos observar um coeficiente de 43%, a dimensão é significativa pelo financiamento obtido. Em relação a análise da variância, observa-se que existe regressão entre a dimensão e o financiamento obtido, uma vez que o modelo é significativo tendo em conta que o valor do Sig, que é inferior a 0,05. Assim, podemos dizer que rejeitamos a H0 com 95% de confiança.

O coeficiente do beta mostra nos que a variável dimensão tem influência sobre o financiamento obtido. Como podemos verificar pelo valor do B que é superior ao erro padrão e pelo p-value que é inferior a 0,05. Neste sentido, podemos concluir que a variável dependente tem um efeito positivo é estaticamente significativo e explica o modelo com 95% de confiança.

Tabela 9 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Fornecedores

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,630 ^a	,396	,377	1,76541

a. Preditores: (Constante), Dimensão

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	63,444	1	63,444	20,356	,000 ^b
Resíduo	96,617	31	3,117		
Total	160,061	32			

a. Variável Dependente: Fornecedores

b. Preditores: (Constante), Dimensão

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	8,783	,813		10,802	,000
Dimensão	1,698	,376	,630	4,512	,000

a. Variável Dependente: Fornecedores

Fonte: SPSS

Pela observação da tabela 9, verifica-se que o coeficiente de determinação é de 40% da variação observada nos fornecedores que é explicada pela dimensão. Em relação a análise da variância, existe uma regressão entre a dimensão e os fornecedores, uma vez que o modelo é significativo tendo em conta que o valor do Sig, que é inferior a 0,05. Assim, podemos dizer que rejeitamos a H0 com 95% de confiança, pois existe uma regressão entre as variáveis, pelo que podemos concluir que o modelo é significativo tendo em conta que o valor de F é 20,356 com um p-value menor que 0,05. Assim, a variável dimensão está a influenciar os fornecedores, o que representa ser um modelo significativo.

O coeficiente do beta na tabela apresenta nos que a variável dimensão tem influência sobre os fornecedores. Como podemos verificar pelo valor do B que é superior ao erro padrão e pelo p-value que é inferior a 0,05. Deste modo, podemos concluir pelo nível de significância da variável independente que o modelo é estaticamente significativo e que explica o modelo por apresentar um efeito positivo com 95% de confiança.

Tabela 10 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Restantes Passivos

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,805 ^a	,648	,637	2,42615

a. Preditores: (Constante), Dimensão

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	335,791	1	335,791	57,047	,000 ^b
Resíduo	182,473	31	5,886		
Total	518,264	32			

a. Variável Dependente: Restantes Passivos

b. Preditores: (Constante), Dimensão

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	28,550	1,117		25,550	,000
Dimensão	-3,907	,517	-,805	-7,553	,000

a. Variável Dependente: Restantes Passivos

Fonte: SPSS

Pela observação da tabela 10, verifica-se que o coeficiente de determinação é 65% da variação observada nos restantes passivos que é explicada pela dimensão. Pela análise da variância, observa-se uma regressão entre a dimensão e os restantes passivos, uma vez que o modelo é significativo tendo em conta o valor do Sig, ser inferior a 0,05, e pelo seu $F = 57,047$. Assim, podemos dizer que rejeitamos a H_0 com 95% de confiança e que a dimensão está a influenciar os restantes passivos.

Pelo valor do coeficiente do beta observa se que tem um valor negativo, ou seja, a variável dimensão não tem influência sobre os restantes passivos. Assim, à variável dimensão tem um efeito negativo, mas é estaticamente significativo, o que significa que quanto maior for a dimensão das PME, menor será a necessidade de recorrer aos restantes passivos. Deste modo, podemos concluir que o nível de significância da variável independente é explicativo no modelo apesar de tem um efeito negativo.

Relativamente à hipótese 2 (H2): existe uma relação entre a dimensão das PME com as fontes de financiamento, podemos verificar que a hipótese é validada no seu conjunto quando relacionada com os financiamentos obtidos, os fornecedores e os restantes passivos uma vez que o nível de significância dos modelos é menor que 0,05, enquanto que o capital próprio não é estaticamente significativo para o modelo, tendo em conta que a dimensão influencia negativamente sobre algumas variáveis dependentes pelos valores já apresentados anteriormente.

Para testar a terceira hipótese, utilizou-se a variável independente na regressão linear referenciada como a tesouraria líquida se é capaz de influenciar a variável dependente, que corresponde à dimensão.

Tabela 11 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Dimensão

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,622 ^a	,387	,367	,660

a. Preditores: (Constante), TL

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	8,509	1	8,509	19,552	,000 ^b
Resíduo	13,491	31	,435		
Total	22,000	32			

a. Variável Dependente: Dimensão

b. Preditores: (Constante), TL

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	-,216	5,668		-,038	,970
TL	,228	,044	,680	5,170	,000

a. Variável Dependente: Dimensão

Fonte: SPSS

Na tabela 11, o coeficiente de determinação tem um valor de 39%, ou seja, representa que a dimensão é explicada pela tesouraria líquida. Confirma-se que existe uma existência de regressão linear entre as variáveis independente e dependente pelo seu p-value <0,05 e por outro lado pelo modelo ser estaticamente significativo com $F= 19,552$. Para além disso, podemos dizer que a variável independente está a influenciar na dimensão das PME. Neste sentido, podemos dizer que rejeitamos a H_0 com 95% de confiança.

O coeficiente do beta na tabela apresenta nos que a variável tesouraria líquida influencia positivamente e significativamente a variável dimensão. Podemos verificar pelo valor do B que é superior ao erro padrão apesar do p-value que é inferior a 0,05. Deste modo, podemos concluir pelo nível de significância da variável independente que é significativa e que explica o modelo, logo rejeitamos o H_0 com 95% de confiança.

Relativamente à hipótese 3 (H_3): existe uma relação entre a tesouraria líquida com a dimensão das PME, podemos verificar que a hipótese é válida quando é relacionada com a dimensão. Verificou-se que a sua relação é positiva e que a dimensão é um determinante da tesouraria líquida. O modelo explica que quanto maior for a dimensão das PME maior será o nível de tesouraria líquida.

Para testar a quarta hipótese, utilizou-se a variável independente na regressão linear referenciada como a liquidez geral se é capaz de influenciar a variável dependente, que corresponde as fontes de financiamento que está dividido pelas quatros fontes mais recorridas pelas PME.

Tabela 12 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Capital Próprio

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,680 ^a	,463	,446	2,35534

a. Preditores: (Constante), Liquidez geral

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	148,308	1	148,308	26,734	,000 ^b
Resíduo	171,976	31	5,548		
Total	320,284	32			

a. Variável Dependente: Capital Próprio

b. Preditores: (Constante), Liquidez geral

Fonte: SPSS

Coefficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	-,216	5,668		-,038	,970
Liquidez geral	,228	,044	,680	5,170	,000

a. Variável Dependente: Capital Próprio

Fonte: SPSS

Na tabela 12, o coeficiente de determinação tem um valor de 0,463, ou seja, representa que 46% da liquidez é explicado pelo capital próprio. Relativamente, na análise da variância confirma-se a existência de regressão linear entre a variável independente e dependente pelo seu p-value <0,05 e por outro lado pelo modelo ser estaticamente significativo com $F = 26,734$. Para além disso, podemos dizer que a variável independente influencia no recurso ao capital próprio. Neste sentido, podemos dizer que rejeitamos a H_0 com 95% de confiança.

O coeficiente do beta mostra que a liquidez geral influência no capital próprio. Em relação ao modelo é possível verificar através do B, que apresenta um valor superior ao erro padrão e por apresentar um nível de significância inferior a 0,05. Neste sentido, existe um nível estaticamente significativo que explica o modelo no seu todo. Logo, podemos dizer que rejeitamos o H0 com 95% de confiança.

Tabela 13 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Financiamento Obtido

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,504 ^a	,254	,230	2,09419

a. Preditores: (Constante), Liquidez geral

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	46,291	1	46,291	10,555	,000 ^b
Resíduo	135,955	31	4,386		
Total	182,246	32			

a. Variável Dependente: Financiamento obtido

b. Preditores: (Constante), Liquidez geral

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	54,422	5,039		10,799	,000
Liquidez geral	-,128	,039	-,504	-3,249	,003

a. Variável Dependente: Financiamento obtido

Fonte: SPSS

Com base na tabela 13, é possível confirmar a existência da regressão entre a variável independente e a dependente e afirmar que o modelo é estaticamente significativo. Deste modo, a liquidez geral está a influenciar o financiamento obtido, pelo que podemos dizer que o modelo explica a variância na variável dependente.

É possível verificar através do coeficiente não padronizado (B) que a variável independente influencia negativamente, sendo estaticamente significativo para a variável dependente, o que significa que quanto maior for a liquidez geral, menor será o recurso do financiamento obtido. Deste modo, podemos concluir que o modelo é estaticamente significativo.

Tabela 14 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Fornecedores

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,240 ^a	,057	,027	2,20608

a. Preditores: (Constante), Liquidez geral

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	9,191	1	9,191	1,888	,179 ^b
Resíduo	150,870	31	4,867		
Total	182,246	32			

a. Variável Dependente: Fornecedores

b. Preditores: (Constante), Liquidez geral

Fonte: SPSS

Coefficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	19,455	5,309		3,665	,001
Liquidez geral	-,057	,041	-,240	-1,374	,179

a. Variável Dependente: Fornecedores

Fonte: SPSS

Pela observação da tabela 14, o coeficiente de determinação tem um valor de 0,057, ou seja, representa que 5,7% da liquidez é explicado pelos fornecedores. Em relação, a análise da variância confirma-se uma existência de regressão linear entre as variáveis independente e dependente pelo seu $p\text{-value} < 0,05$. O modelo é estaticamente significativo por apresentar um $F = 1,888$. Para além disso, podemos dizer que a variável independente influencia no recurso aos fornecedores. Neste sentido, podemos dizer que rejeitamos a H_0 com 95% de confiança.

Na tabela dos coeficientes observa-se que a liquidez geral não influencia os fornecedores através do coeficiente não padronizado (B) por apresentar um valor negativo e inferior ao erro padrão. A liquidez geral tem um efeito negativo e não é estaticamente significativo no seu modelo pelo seu Sig, ou seja, o nível de significância da variável independente não é explicativo no modelo.

Tabela 15 - Resultados da Análise de Variância e de regressão simples para a variável Restantes Passivos

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,101 ^a	,010	-,022	4,06776

a. Preditores: (Constante), Liquidez geral

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	5,316	1	5,316	6,321	,000 ^b
Resíduo	512,947	31	16,547		
Total	518,264	32			

a. Variável Dependente: Restantes Passivos

b. Preditores: (Constante), Liquidez geral

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	26,270	9,789		2,684	,012
Liquidez geral	-,043	,076	-,101	-,567	,575

a. Variável Dependente: Restantes Passivos

Fonte: SPSS

Através da tabela 15, é possível verificar a presença de uma regressão entre a variável independente e a dependente, e afirmar que o modelo é estaticamente significativo. Deste modo, podemos afirmar que a liquidez geral está a influenciar os restantes passivos, pelo que podemos concluir que o modelo explica a variância na variável dependente.

Na tabela dos coeficientes podemos visualizar que a variável independente não é significativa para o modelo, pelo seu coeficiente não padronizado (B) que influência negativamente a variável dependente e por não ser estaticamente significativo para o modelo, ou seja, significa que quanto maior for a liquidez geral, menor será o recurso aos restantes passivos. Neste sentido, conclui-se que o nível de significância da variável independente não é explicativo no modelo.

Relativamente à hipótese (H4): existe uma relação entre a liquidez com as fontes de financiamento, podemos verificar que a hipótese é parcialmente válida quando é relacionada com o capital próprio e o financiamento obtido por serem estaticamente significativos apesar de um dos dois preditores apresentar um efeito negativo. Em relação ao preditor com valor positivo este representa ser um determinante das fontes de financiamento. Contudo, o modelo explica que quanto maior for a liquidez das PME maior será o nível ao recurso às fontes de financiamento, nomeadamente, ao capital próprio.

Para testar a quinta hipótese, utilizou-se as variáveis independentes na regressão linear referenciada como a liquidez geral, PMP, PMR, PMI se influenciam a variável dependente, que corresponde a composição dos financiamentos obtidos que está dividida pelas quatro fontes mais recorridas pelas PME. De seguida, foram feitos testes à ANOVA e a sua análise com e sem a mediador para verificar o impacto sobre a variável dependente.

Tabela 16 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para os Empréstimos de Instituições de Crédito

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,744 ^a	,554	,471	6,41279

a. Preditores: (Constante), Dimensão, PMR, Liquidez geral, PMI, PMP

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	1378,491	5	275,698	12,704	,000 ^b
Resíduo	1110,343	27	41,124		
Total	2488,835	32			

a. Variável Dependente: Empréstimos de Instituições de Crédito

b. Preditores: (Constante), Dimensão, PMR, Liquidez geral, PMI, PMP

Fonte: SPSS

Coefficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Erro	Beta		
1 (Constante)	40,995	56,066		,731	,471
PMR	-1,257	,504	-,892	-2,493	,019
PMP	2,059	,749	3,442	2,747	,011
PMI	-,184	,051	-3,431	-3,598	,001
Liquidez	-,082	,219	-,088	-,376	,710
Dimensão	,920	5,203	,087	,177	,861

a. Variável Dependente: Empréstimos de Instituições de Crédito

Fonte: SPSS

Na tabela 16, o coeficiente de determinação é de 0,554, isto é, 55% da liquidez geral, PMP, PMR, PMI e a dimensão são explicados pelos empréstimos de instituições de crédito. Confirma-

se a presença de uma regressão linear nos preditores, tendo em conta o seu Sig. ser inferior a 0,05 e pelo valor do $F = 12,704$. Deste modo, podemos rejeitar a H_0 com 95% de confiança.

Pela tabela dos coeficientes dos betas é possível identificar qual das variáveis tem maior influência nos empréstimos de instituições de crédito. Assim, podemos verificar que a variável que tem mais capacidade de influência é o prazo médio de pagamento sobre a variável dependente. Inversamente, a variável que expressa menos o modelo é o prazo médio de recebimento. De todas as variáveis independentes podemos concluir que o nível de significância das variáveis PMR, PMP e PMI explicam o modelo no seu conjunto.

Tabela 17 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para o Empréstimo de Instituições de Crédito sem a variável moderadora

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,744 ^a	,553	,490	6,30088

a. Preditores: (Constante), PMI, Liquidez geral, PMR, PMP

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	1377,205	4	344,301	11,672	,000 ^b
Resíduo	1111,630	28	39,701		
Total	2488,835	32			

a. Variável Dependente: Empréstimos de Instituições de Crédito

b. Preditores: (Constante), PMI, Liquidez geral, PMR, PMP

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
(Constante)	49,242	30,580		1,610	,119
1 Liquidez geral	-,113	,133	-,121	-,846	,405
PMR	-1,341	,460	-,869	-2,660	,013
PMP	1,996	,649	3,337	3,078	,005
PMI	-,184	,050	-3,416	-3,660	,001

a. Variável Dependente: Empréstimos de Instituições de Crédito

Fonte: SPSS

Pela tabela 17, o coeficiente de determinação é de 0,553, isto é, 55% da liquidez geral, PMP, PMR e o PMI são explicados pelos empréstimos de instituições de crédito. Verifica-se a que há uma regressão entre as variáveis, uma vez que o valor do $F = 11,672$. Nesse seguimento, rejeita-se a H_0 com 95% de confiança.

Com o objetivo de verificar se o efeito da variável moderadora é total ou parcial, foi efetuada a regressão múltipla sem a variável moderadora. A última tabela apresenta as variáveis independentes do modelo sem a moderadora para ver o impacto da sua influência. Observa-se que a variável com capacidade de influenciar os empréstimos de instituições de crédito com efeito positivo é o prazo médio de pagamento por apresentar um valor positivo do B e pelo seu p-value ser inferior a 0,05. Porém, os preditores tais como PMR e PMI são estaticamente significativos, apesar de terem um efeito negativo. Deste modo, verifica-se que o peso do preditor PMP mantém-se com valores positivos com e sem a variável moderadora, de igual forma para os outros preditores com valores negativos. Assim, o modelo é estaticamente significativamente no seu conjunto sem a variável moderadora.

Tabela 18 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para Empréstimos de Outros Financiadores

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,744 ^a	,643	,577	2,17939

a. Preditores: (Constante), Dimensão, PMR, Liquidez geral, PMI, PMP

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	231,138	5	46,228	11,733	,000 ^b
Resíduo	128,243	27	4,750		
Total	359,382	32			

a. Variável Dependente: Empréstimos de Outros Financiadores

b. Preditores: (Constante), Dimensão, PMR, Liquidez geral, PMI, PMP

Fonte: SPSS

Coefficientes

Modelo	Coefficientes não padronizados		Coefficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	29,693	19,054		1,558	,131
Liquidez geral	,740	,075	-,160	-,762	,000
PMR	-,940	,171	1,383	4,321	,001
PMP	,061	,255	-4,137	-3,692	,002
PMI	-,057	,017	2,988	3,504	,452
Dimensão	-4,385	1,768	-1,085	-2,480	,020

a. Variável Dependente: Empréstimos de Outros Financiadores

Fonte: SPSS

Com base na tabela 18, o coeficiente de determinação é de 0,643, ou seja, 64% da liquidez geral, PMP, PMR, PMI e a dimensão são justificados pelos empréstimos de outros financiadores. Podemos dizer que estamos perante uma regressão, visto que o seu p-value < 0,05 e pelo valor do F = 11,733. Deste modo, rejeita-se a H0 com 95% de confiança.

Podemos observar os coeficientes dos betas na última tabela e verificar quais das variáveis independentes têm maior ou menor impacto no modelo. Assim, a variável que apresenta maior capacidade de influência é a liquidez geral com um efeito positivo e estaticamente positivo, ao contrário, da variável dimensão que tem menor capacidade e estaticamente significativo sobre a variável dos empréstimos de outros financiadores. De entre todas as variáveis podemos afirmar que o modelo no seu conjunto é estaticamente significativo e que podemos rejeitar a H0 com 95% de confiança.

Tabela 19 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para Empréstimos de Outros Financiadores, sem a variável moderadora

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,750 ^a	,562	,499	2,37138

a. Preditores: (Constante), PMI, Liquidez geral, PMR, PMP

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	201,925	4	50,481	10,977	,000 ^b
Resíduo	157,457	28	5,623		
Total	359,382	32			

a. Variável Dependente: Empréstimos de Outros Financiadores

b. Preditores: (Constante), PMI, Liquidez geral, PMR, PMP

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	-9,612	11,509		-,835	,411
	Liquidez geral	,583	,173	1,089	3,367	,002
	PMR	-,641	,244	-2,820	-2,262	,014
	PMP	,057	,019	2,810	3,039	,005
	PMI	,088	,050	,248	1,758	,090

a. Variável Dependente: Empréstimos de Outros Financiadores

Fonte: SPSS

Através da tabela 19, o coeficiente de determinação tem um valor de 0,562, ou seja, expressa que 56% da liquidez geral, PMP, PMR e o PMI é explicado pelos empréstimos de outros financiadores. Pela análise da variância observa-se uma regressão linear entre as variáveis independente e dependente pelo seu $p\text{-value} < 0,05$ e porque o modelo é estaticamente significativo com $F = 10,977$. Logo, podemos dizer que as variáveis independentes induzem no recurso aos empréstimos de outros financiadores. Por isso, podemos dizer que rejeitamos a H_0 com 95% de confiança.

É possível verificar o impacto do modelo sem variável moderadora. O modelo mostra que de todas as variáveis independentes que conseguem afetar os empréstimos de outros financiadores pelo seu nível de significância são todas exceto o prazo médio de inventário por ter um efeito negativo e não ser estaticamente significativo, em contrapartida, as outras variáveis independentes como a liquidez geral, o prazo médio de recebimento e o prazo médio de pagamento têm efeito positivo e são estaticamente significativos. Assim sendo, podemos concluir que o modelo é estaticamente significativo sem a existência da variável moderadora.

Tabela 20 - Resultados da Análise de variância e de regressão múltipla para Empréstimos de Empresas Participadas

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,850 ^a	,722	,671	4,07070

a. Preditores: (Constante), Dimensão, PMR, Liquidez geral, PMI, PMP

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	1161,993	5	232,399	14,025	,000 ^b
Resíduo	447,406	27	16,571		
Total	1609,399	32			

a. Variável Dependente: Empréstimos de Empresas Participadas

b. Preditores: (Constante), Dimensão, PMR, Liquidez geral, PMI, PMP

Fonte: SPSS

Coefficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	52,635	35,589		1,479	,151
Liquidez geral	,139	,139	,061	,330	,009
PMR	,581	,320	,513	1,815	,025
PMP	-1,186	,476	-2,466	-2,493	,019
PMI	,114	,033	2,639	3,507	,002
Dimensão	-2,436	3,303	-,285	-,738	,014

a. Variável Dependente: Empréstimos de Empresas Participadas

Fonte: SPSS

Pela análise da variância na tabela 20, é possível confirmar que existe uma regressão entre as variáveis independentes e a dependente e que o modelo é estaticamente significativo. Então, podemos verificar igualmente que todos os preditores estão a influenciar os empréstimos de

empresas participadas, pelo que podemos concluir que o modelo explica a variância na variável dependente.

Tendo em conta os coeficientes dos betas é possível concluir que de todas as variáveis do modelo, a que possui maior capacidade de influência é o prazo médio de recebimento e com menor capacidade sobre os empréstimos de empresas participadas é a variável moderadora por apresentar um valor negativo. Assim sendo, podemos dizer que as variáveis como o prazo médio de pagamento e a dimensão têm um efeito negativo, estaticamente significativo, e as variáveis PMR, liquidez geral e PMI têm um efeito positivo, estaticamente significativo sobre a variável dos empréstimos de empresas participadas. Contudo, podemos concluir que o modelo é estaticamente significativo no seu todo.

Tabela 21 - Resultados da Análise de variância e de regressão múltipla para Empréstimos de Empresas participadas sem a variável moderadora

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,846 ^a	,716	,676	4,03743

a. Preditores: (Constante), PMI, Liquidez geral, PMR, PMP

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	1152,975	4	288,244	17,683	,000 ^b
Resíduo	456,424	28	16,301		
Total	1609,399	32			

a. Variável Dependente: Empréstimos de Empresas Participadas

b. Preditores: (Constante), PMI, Liquidez geral, PMR, PMP

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
(Constante)	30,798	19,595		1,572	,127
Liquidez geral	,127	,085	,168	1,481	,050
1 PMR	,493	,295	,435	1,674	,015
PMP	-1,020	,416	-2,120	-2,454	,021
PMI	,112	,032	2,593	3,485	,002

a. Variável Dependente: Empréstimos de Empresas Participadas

Fonte: SPSS

Através da tabela 21, é possível verificar a presença de uma regressão entre a variável independente e a dependente e afirmar que o modelo é estaticamente significativo. Deste modo, podemos afirmar que a liquidez geral, PMP, PMR e PMI estão a influenciar os empréstimos de empresas participadas, visto que o $F = 17,683$. Assim sendo, conclui-se que o modelo explica a variância na variável dependente.

Pela análise do modelo sem a variável moderadora verifica-se que não existe um impato. Constata-se que todas as variáveis detêm capacidade de influência no empréstimo de empresas participadas por serem estaticamente significativo. O PMP possui um efeito negativo sobre a variável empréstimos de empresas participadas, enquanto que as outras têm um impato positivo no modelo. Logo, podemos concluir que o modelo no seu conjunto é estaticamente significativo sem a presença da variável moderadora.

Tabela 22 - Resultados da Análise de Variância e de regressão múltipla para Títulos de Dívida

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,893 ^a	,798	,760	1,39857

a. Preditores: (Constante), Dimensão, PMR, Liquidez geral, PMI, PMP

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	208,525	5	41,705	21,322	,000 ^b
Resíduo	52,812	27	1,956		
Total	261,336	32			

a. Variável Dependente: Títulos de dívida

b. Preditores: (Constante), Dimensão, PMR, Liquidez geral, PMI, PMP

Fonte: SPSS

Coeficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
1 (Constante)	-22,681	12,227		-1,855	,075
Liquidez geral	,090	,048	,296	1,876	,072
PMR	-,044	,110	-,096	-,397	,694
PMP	,048	,163	,246	,292	,772
PMI	,010	,011	,581	,905	,033
Dimensão	5,733	1,135	1,663	5,052	,000

a. Variável Dependente: Títulos de dívida

Fonte: SPSS

Podemos observar pela tabela 22, a presença de uma regressão entre as variáveis independentes e a dependente e que o modelo é estaticamente significativo, tendo em conta que o Sig. é inferior a 0,05. A liquidez geral, PMP, PMR, PMI e a dimensão estão a influenciar os títulos de dívida, pelo valor do $F = 21,322$. Assim sendo, o modelo expressa a variância na variável dependente.

De todos os coeficientes dos betas, as variáveis do modelo que possui maior capacidade de influência é a dimensão e com menor capacidade sobre os títulos de dívida é o PMR por apresentar um valor negativo. Neste sentido, podemos afirmar que as variáveis PMR e o PMP não são estaticamente significativos, em contrapartida as variáveis liquidez geral, PMI e a dimensão têm um efeito positivo e são estaticamente significativos para o modelo. Assim, o modelo no seu conjunto é estaticamente significativo.

Tabela 23 - Resultados da análise de Variância e de regressão múltipla para Títulos de Dívida sem a variável moderadora

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,779 ^a	,607	,551	1,91556

a. Preditores: (Constante), PMI, Liquidez geral, PMR, PMP

Fonte: SPSS

ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1 Regressão	158,594	4	39,649	10,805	,000 ^b
Resíduo	102,742	28	3,669		
Total	261,336	32			

a. Variável Dependente: Títulos de dívida

b. Preditores: (Constante), PMI, Liquidez geral, PMR, PMP

Fonte: SPSS

Coefficientes

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Erro Padrão	Beta		
(Constante)	28,705	9,297		3,088	,005
Liquidez geral	-,100	,041	-,330	-2,465	,020
PMR	,162	,140	,355	1,159	,256
PMP	-,343	,197	-1,772	-1,742	,092
PMI	,015	,015	,854	,976	,338

a. Variável Dependente: Títulos de dívida

Fonte: SPSS

O coeficiente de determinação apresentado na tabela 23, é de 0,607, ou seja, 61% da liquidez geral, PMP, PMR e PMI são justificados pelos títulos de dívida. Verifica-se uma regressão linear através do seu Sig. por ter um valor inferior a 0,05 e pelo valor do F=10,805. Desta forma, podemos rejeitar a H0 com 95% de confiança.

De forma a verificar o efeito da variável moderadora total ou parcial, foi realizada a regressão múltipla, sem essa variável como podemos confirmar que nenhuma das variáveis independentes no modelo têm um efeito estaticamente significativo sem a presença da variável moderadora, a exceção da liquidez geral que tem um efeito negativo, sendo o único preditor significativo para o modelo. Em relação as outras variáveis verificam se que não são significativos para o modelo sem a moderadora. Deste modo, o modelo é estaticamente significativo sem a existência da variável moderadora.

Em relação à hipótese (H5): existe uma relação entre a liquidez geral, PMP, PMR, PMI, dimensão das PME com a composição do financiamento obtido, podemos verificar que a hipótese é válida no seu conjunto quando é relacionada com as quatro variáveis que compõem o financiamento obtido. No modelo 1, verificou-se que o nível de significância baixou ligeiramente sem a moderadora para todos os preditores. Para o modelo 2 observou-se que houve um impacto positivo no que diz respeito ao nível de significância no prazo médio de inventário, tal que, as restantes, as restantes. Com o modelo 3, constatou-se que a dimensão não teve interferiu no nível de significância das variáveis independentes mantendo o seu efeito positivo e negativo. Em relação, ao último modelo para os títulos de dívida, a variável dimensão teve influência no p-value de todas os preditores, destacando se o prazo médio de inventário em que o preditor tinha um efeito positivo e estaticamente significativo com a presença da moderadora e sem a sua presença, deixou de ser significativo para o modelo.

Contudo, de todos os modelos analisados podemos concluir no seu conjunto que é estaticamente significativo, logo rejeitamos a H0 com 95% de confiança.

Depois de ter sido feito a análise aos testes das hipóteses, através das correlações de Pearson e da regressão linear múltipla, é apresentada na tabela seguinte o resultado de todas as hipóteses da presente investigação com as respetivas validações.

Tabela 24 - Validação das Hipóteses

HIPÓTESES	VALIDAÇÃO
H1: Existe uma relação entre a liquidez, PMP, PMR, PMI com a dimensão das PME.	Válida
H2: Existe uma relação entre a dimensão das PME com as fontes de financiamento.	Válida
H3: Existe uma relação entre a tesouraria líquida com a dimensão das PME.	Válida
H4: Existe uma relação entre a liquidez com as fontes de financiamento.	Parcialmente válida
H5: Existe uma relação entre a liquidez geral, PMP, PMR, PMI, com e sem a dimensão das PME com a composição do financiamento bancário.	Válida

Fonte: Elaboração própria

Após ter sido feito, procedeu-se à síntese e descrição dos resultados neste estudo. Na parte seguinte serão expostas as conclusões obtidas com esta investigação, apresentar as suas aplicações na gestão, suas restrições na investigação e sugerir outras sugestões sobre o tema.

5. CONCLUSÕES

5.1 DISCUSSÃO E IMPLICAÇÕES PARA A TEORIA

Atualmente, toda a temática envolvente à gestão financeira de curto prazo tem vindo a ser cada vez mais uma tarefa difícil para as PME, sendo ainda uma fonte complexa na investigação. Neste sentido, existem ainda algumas lacunas pelos estudos realizados sobre a gestão de tesouraria no curto prazo e de que forma poderá influenciar no recurso à escolha das fontes de financiamento. Assim, ao longo da análise da literatura foi plausível apurar os determinantes no curto prazo a ter

em consideração por parte das empresas, independentemente, da sua classe dimensional e do seu setor de atividade que afetam negativamente a situação financeira a médio e longo prazo. Toda a informação alicerçada em inúmeros trabalhos literários permitiram descobrir variáveis com capacidade de influenciar na investigação.

Assim sendo, a gestão de tesouraria de curto prazo apresenta-se como um tema relevante para a análise nas finanças empresariais e tem como finalidade verificar a existência das relações que possam existir entre os indicadores da gestão de tesouraria e a dimensão das PME, e o impacto que possam ter no recurso as fontes de financiamento. Segundo Nabais & Nabais (2007), mencionam a importância da gestão de tesouraria como sendo relevante em definir objetivos em relação ao saldo da tesouraria, determinar um limite para as operações monetárias, submeter ao controlo as despesas, diminuir custos dos financiamentos a curto prazo, controlar as dívidas por pagar e determinar o ciclo de tesouraria de exploração. Neste contexto, uma boa administração da tesouraria contribui numa melhor opção das fontes de financiamento, pois uma gestão eficiente reflete-se no seu desempenho.

Conforme os objetivos delineados na investigação tem por base concluir a importância e o impacto que os indicadores, como a liquidez geral, PMP, PMR, PMI e a tesouraria possuem sobre a dimensão das empresas, nas fontes de financiamento e identificar as variáveis com menor e maior poder de influência que mais afetam na escolha das fontes de financiamento e quais as mais utilizadas pelas PME. Desta forma, pretende-se contribuir para a literatura existente sobre o financiamento das PME apresentando novas evidências empíricas sobre a gestão de tesouraria no curto prazo.

De forma a ir ao encontro da problemática desta investigação, os dados foram recolhidos através da central de balanços de todos os setores empresariais portugueses disponível pelo Banco de Portugal extraídas das demonstrações financeiras para um período de dez anos, permitindo um enfoque mais pormenorizada. As técnicas utilizadas foram a estatística descritiva, a regressão linear simples e múltipla. Os dados obtidos apontaram para evidências suficientes que as hipóteses no seu conjunto são válidas, pelo que as variáveis foram estaticamente significativas. Portanto, conclui-se que as variáveis independentes evidenciam uma influência na variável moderadora e nas fontes de financiamento das PME.

Relativamente, à análise de como as empresas se comportam ao nível da tesouraria verificou-se que em média as microempresas apresentam valores maiores face as outras dimensões. Os pagamentos são superiores aos recebimentos, refletindo um poder negocial fraco em satisfazer as suas obrigações. As microempresas apresentam uma eficiência de gestão de inventários nos três indicadores tais que o PMP, o PMR e o PMI em relação as outras classes dimensionais. Como era expectável, os resultados demonstram a relação consistente nos indicadores. No que diz respeito a tesouraria líquida, os resultados evidenciam que existem diferenças significativas entre a dimensão das empresas registando valores médios negativos entre 2007 e 2015 e a partir de 2015 as pequenas empresas registaram um aumento na tesouraria com valores médios e positivos. Deste modo, conclui-se que o cenário por parte das microempresas revela uma grande preocupação de desequilíbrio financeiro. Os resultados para a liquidez geral apontam que as PME têm capacidade em satisfazer as suas obrigações no curto prazo. No que diz respeito ao tipo de financiamento que as PME utilizam para se financiarem, verificou-se que em média as empresas apresentam uma média superior em relação aos outros tipos de financiamento no recurso ao financiamento obtido, o que significa que as PME financiam se principalmente nos empréstimos de instituições de crédito e de sociedades financeiras, mesmo depois, de se registar uma melhoria na economia a partir de 2014.

Em termos das relações no estudo confirmam a subordinação nos rácios de funcionamento, considerando que devem ter uma adequada direção, de maneira a aumentar a liquidez das empresas. Segundo Ferreira e Macedo (2011), a conjugação da receção de clientes, pagamento aos fornecedores e dos inventários são importantes para a determinação estratégica de uma empresa, sendo considerada os fatores determinantes fundamentais para o desempenho de qualquer empresa.

De todas os indicadores da gestão de tesouraria com poder de influenciar a dimensão das PME, os resultados evidenciam que são o prazo médio de recebimento, de pagamento e a liquidez geral, em contrapartida o prazo médio de inventário não tem qualquer influencia sobre a dimensão das PME. De acordo com Bastardo e Gomes (1995) referem que é necessária uma essencial atenção no relacionamento do recebimento e pagamento para se obter um equilíbrio na gestão de tesouraria.

Em relação à dimensão e as fontes de financiamento, os resultados comprovam que conseguem influenciar as fontes de financiamento no seu conjunto, positivamente, sendo possível confirmar que a variável com maior poder de influência é o financiamento obtido. Segundo, outros autores Serrasqueiro & Nunes (2001) e Degryse et al., (2012) defendem que existe uma relação positiva baseado na ideia de que o crescimento das empresas acompanha o aumento do endividamento e, por conseguinte, o aumento ao recurso do financiamento. Para Mota et al. (2006), apontam a insuficiência de saldo como sendo um estímulo aos recursos externos.

Verificou-se uma relação positiva e significativa entre a tesouraria líquida e a dimensão sendo um fator revelante para o aumento das PME, ou seja, quanto maior for o nível de tesouraria das empresas maior será a sua dimensão. Segundo Ozkan e Ozkan (2004), a tesouraria das empresas influencia o desempenho das mesmas reforçando a frequência numa conexão nas variáveis. A liquidez geral tem poder de influenciar duas das quatro fontes de financiamento por parte das PME: o capital próprio e o financiamento obtido, sendo que este último tem uma relação negativa com a liquidez. Como era esperável a relação indica que quanto maior for a liquidez por parte das empresas menor será a necessidade em recorrer ao financiamento obtido. Segundo Proença (2012), o índice de liquidez geral diverge na direção oposta segundo o tipo de alavancagem apresentando uma relação negativa, isto é, um aumento da liquidez geral influencia na diminuição da alavancagem. Também conta que as empresas ao financiar os seus investimentos recorrem à teoria do Pecking Order, tendo em conta a utilização da liquidez no seu financiamento. De outro modo, como era de prever os dados apresentam uma relação positiva na liquidez e no capital próprio, sendo que uma empresa com um nível maior de liquidez possui uma maior capacidade do capital próprio. De acordo Ozkan (2001), as empresas com uma liquidez mais elevada têm uma capacidade maior de financiar os seus investimentos através dos seus próprios fundos internos, consequentemente, necessitando menos do capital alheio.

Os resultados das regressões com e sem a moderadora, mostram que a dimensão tem um impacto total sobre os títulos de dívida, uma vez que o modelo deixou de ser significativo, enquanto nos restantes modelos a dimensão teve um efeito parcial. Verificou-se que as variáveis com maior poder de correlação foram: o prazo médio de pagamento sobre a variável dos empréstimos de

instituições de crédito, a liquidez geral sobre os empréstimos de outros financiadores e o prazo médio de recebimento no empréstimo de empresas participadas.

De uma forma geral, todas as variáveis foram estaticamente significativas em que alguns tiveram uma relação positiva entre elas e outros negativos. O efeito de uma variável influencia sempre outra variável no mesmo sentido ou no sentido inverso. Contudo, os resultados são em geral consistentes com a literatura, isto é, fornecem um alicerce nas teorias referidas na pesquisa. Conclui-se nesta investigação que a gestão financeira possui uma influencia moderada a forte sobre a dimensão das PME, assim como, que esta última variável apresenta uma influencia significativa sobre o recurso na escolha das fontes de financiamento e constatou-se que mesmo depois de 2014, as PME portuguesas continuam a preferir em primeiro o financiamento obtido, nomeadamente, os empréstimos obtidos, e só depois é que optam pelo capital próprio.

De todo o período em análise, as PME registaram uma melhoria pouca significativa na gestão de tesouraria a partir de 2015 mantendo valores negativos. Contudo, os resultados obtidos nesta investigação permitiram comprovar que os indicadores compostos pela liquidez geral, PMP, PMR, PMI e a tesouraria líquida possuem um impato sobre a dimensão e nas fontes de financiamento.

5.2 IMPLICAÇÕES PARA A GESTÃO

Ao longo dos anos, tem-se vindo a verificar cada vez mais a importância da gestão de tesouraria no curto prazo, como sendo, um fator imprescindível para o crescimento das empresas através de uma boa base de gestão de ativos e passivos circulantes. Assim sendo, tendo em conta a sua relevância, existe a necessidade de fazer previsões e de tomar decisões financeiras que passam por fazer análise e projeções das necessidades entre os recebimentos, pagamentos e disponibilidades para que o recurso ao capital alheio seja o menor possível para a empresa.

Através desta investigação procurou-se após uma análise fundamentada de diversas teorias e estudos, identificar quais os indicadores mais relevantes para os gestores das empresas. As implicações do presente estudo para a ciência da gestão são essenciais para tirar conclusões

relevantes para os gestores das PME que querem melhorar a sua tesouraria, pois devem ter um cuidado na análise dos indicadores baseado nas demonstrações financeiras.

O trabalho científico permitiu evidenciar os indicadores que mais afetam a dimensão das PME, da mesma forma que, a sua influencia sobre as fontes de financiamento. Dessa forma, a investigação fornece dados pertinentes na gestão da tesouraria, pois contribui para uma melhor compreensão e identificação de como as PME fazem as suas escolhas quando recorrem as fontes de financiamento.

Adicionalmente, foi encontrado também essencial a complementaridade das teorias na escolha das fontes de financiamento pelas PME portuguesas. Tendencialmente, as PME utilizam como primeiro recurso o financiamento obtido, particularmente, os empréstimos de instituições de crédito e de sociedades financeiras e de seguida os fundos internos. Contudo, conclui-se que a teoria do Trade-Off apresenta um maior poder explicativo aquando das decisões nas escolhas das fontes de financiamento entre a utilização de capitais alheios e de capitais próprios.

5.3 LIMITAÇÕES E FUTURAS INVESTIGAÇÕES

Ao longo da investigação foi possível verificar algumas limitações que devem ser consideradas como oportunidades de melhoria e para novas investigações futuras nesta temática.

A primeira limitação deste estudo está relacionada com a recolha de dados que apenas dispõe a média dos indicadores das PME, pelo que a utilização de outro tipo de dados poderia permitir um melhor esclarecimento sobre as escolhas que levam as PME a financiar-se em primeiro lugar no capital alheio.

Outra limitação prende-se pelo o fato da análise ter sido feita apenas as empresas portuguesas e ainda pelo motivo de que a investigação teve por base uma análise quantitativa e não permitiu uma observação mais rigorosa através de inquéritos/entrevistas ao nível qualitativo aos gestores.

Em termos de recomendações para futuras investigações, seria importante perceber, de forma, mais aprofundada as motivações que levam as PME a escolher os empréstimos de instituições de

crédito como primeira opção face aos capitais próprios e fazer uma comparação entre o comportamento das PME portuguesas com as PME de outros países europeus no mesmo período de tempo. A generalização desta investigação a outros países seria fundamental para verificar, se os mesmos indicadores da gestão de tesouraria têm efeitos semelhantes ou diferentes obtidos nesta investigação.

Além disso, sugere-se ainda nos estudos futuros a inclusão de outros tipos de variáveis que seriam importantes para aprofundar e compreender a relação de influência existente entre a gestão de tesouraria e as fontes de financiamento, bem como, os fatores decisivos que levam os gestores a escolher a mesma fonte de financiamento antes e após a crise e também de conjugar métodos de pesquisa qualitativa e quantitativa, pois a combinação dos mesmos torna uma pesquisa mais consistente.

6. BIBLIOGRAFIA

Abbadi, S., & Abbadi, R. (2013). The determinants of working capital requirements in Palestinian industrial corporations. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 65-75. doi:10.5539/ijef.v5n1p65

Shun-yu, C & Li-Ju, C (2011). Determinantes da estrutura de capital: um estudo empírico em Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10974-10983. doi: 10.5897/AJBM10.1334

Afrifa, G., Tingbani, I. (2018). Working capital management, cash flow and SMEs' performance. *Int. J. Banking, Accounting and Finance*, 9(1). doi: 10.1504/IJBAAF.2018.089421

Akdal, S. (2010). *How do Firms Characteristics Affect Capital Structure? Some UK Evidence*. University Library, Germany.

Ali, W. e Hassan, S. H. U. (2010). *Relationship between the profitability and working capital policy of swedish companies*. (Master's thesis, Umea School of Business). Retrieved from <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:351793/FULLTEXT01>

Almeida, E.J.F. (2014). *Financiamento das PME – Análise das Empresas do Distrito do Porto*. Dissertação de mestrado. Universidade Portucalense.

Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. (2011). Corporate financial and investment policies when future financing is not frictionless. *Journal of Corporate Finance*, 17, 675-693. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2009.04.001

Anair i, F. (2017). Sources de Financement des Petites et Moyennes Entreprises (PME) et Contraintes de Survie. *European Scientific Journal*, 13. doi :10.19044/esj.2017.v13n25p318

Anairi, F. (2017). *Les Difficultés des PME au Maroc : une alerte à la Défaillance*. Revue Économie, Gestion et Société, 13. Retrieved from <http://revues.imist.ma/index.php?journal=REGS&page=article&op=view&path%5B%5D=10717&path%5B%5D=6100>

Andries, A. M., Ihnatov, L., Foca, M., & Ursu, S.G. (2016). The Impact of the Recent Financial Crisis on the Financing of European SMEs. *Ekonomický časopis*, 64(6), 539 – 559. doi:10.11118/actaun201361041005

Ang, J. (1991). Small Business Uniqueness & the Theory of Financial Management. *Journal of Small Business Finance*, 1(1), 1-13.

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2006). The determinants of debt maturity structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2), 161-194. doi:10.1111/j.1354-7798.2006.00315.x

Ashman, S, Fine, B, Newman, S (2011). A crise na África do Sul: Neoliberalismo, financeirização e desenvolvimento desigual e combinado. *Socialist Register*, 47, 174 – 195.

Baker, M., & J. Wurgler. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57, 1-132.

Balling, M. , Bernet, B., & Gnan, E. (2009). Financing SMEs in Europe . *SUERF – The European Money and Finance Forum*, nº 2009/3.

Banco de Portugal. (2007-2017). *Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal*.

Banco de Portugal. (2007-2017). *Relatório de Estabilidade Financeira*. Lisboa.

Baptista, M., & Andrade, P. (2009). Sobre o (des)equilíbrio financeiro da primeira década do Sporting, Sociedade Desportiva de Futebol, SAD. *Revista Portuguesa de Ciências do Desporto*, 9(2) 133-142.

Barkham, R., Gudgin, G., Hart, M., & Harvey, E. (1996). *The determinants of small firm growth: As inter-regional study in the United Kingdom 1986–90*. Routledge: London.

Barth, J. R., Lin, D., & Yost, K. (2011). Small and Medium Enterprise Financing in Transition Economies. *Atlantic Economic Journal*, 39(1), 19–38.

Bastardo, C., & Gomes, A. (1995). *O Financiamento e as Aplicações Financeiras das Empresas*. Lisboa: Texto Editora.

Batista, A. Sarmiento. (2004). *A Gestão do Crédito como Vantagem Competitiva* 3ª ed. Porto: Vida Económica.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., e Maksimovic, V. (2006). The determinants of financing obstacles. *Journal of International Money and finance*, 25(6), 932-952.doi: 10.1016/j.jimonfin.2006.07.005

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A.& Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: are small firms diferente? *Journal of financial economics*, 89(3), 467– 487.

Berger, A. N., & G. F. Udell (2002). Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organizational structure. *Economic Journal*, 112(477). doi: 10.1111/1468-0297.00682

Berger, A. N., & Udell, G. F. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of banking & finance*, 30(11), 2945-2966.

Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673.

Booan, N. (2016). *The Diagnosis of financial balance in small and middle size enterprises (SME) in times of economic crisis*. Proceedings in Manufacturing Systems, 11(3), 145–150.

<https://search.proquest.com/docview/1826886993/fulltextPDF/2FA124C465654196PQ/1?accountid=43826>

Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2002). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1).doi: 10.1111/0022-1082.00320

Breia, A. F., Mata, M. N., & Pereira, V. M. (2014). *Análise Económica e Financeira – Aspectos Teóricos e Casos Práticos*. Lisboa: Letras e Conceitos.

Calvo-Mora, A., Navarro-García, A., Rey-Moreno, M., Perianez-Cristobal, R. (2016). Excellence management practices, knowledge management and key business results in large organisations and SMEs: A multi-group analysis. *European Management Journal*, 1-13. doi:10.1016/j.emj.2016.06.005

Carrilho, J. M.; Pimentel, L. V. e Prates, M. L. (2008). *Elementos de Análise Financeira- Casos Práticos*, 2ª Edição. Publisher Team.

Carrilho, J.M., L. Laureano, L.V. Pimentel., & M.L. Prates (2005). *Elementos de Análise Financeira*. Publisher Team.

Causse, G., & Lacrampe, S. (1983). *Métodos de Gestão da Tesouraria*. Rés Formalpress.

Chavis, L. W., Klapper, L. F., Love, I. (2010). Access to Bank Financing and New Investment: Evidence from Europe, *Physica-Verlag HD*, 115-132. doi.org/10.1007/978-3-7908-2623-4_7

Chen, S.-Y., & Chen, L.-J. (2011). *Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan*.

Chittenden, F., & Bragg, R. (1997). Trade credit, cash flow and SMEs in the UK, Germany and France. *International Small Business Journal*, 16(1), 22-35. doi: 10.1177/0266242697161002

Chittenden, F., G. Hall., & P. Hutchinson (1996). Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 8, 59–67.

Coetzee, F., Buys, P. (2017). The impact of the independent review on SME access to bank finance: the case of South Africa. *Banks and Bank Systems*, 12 (1-1), 135-142. doi:10.21511/bbs.12(1-1).2017.06

Cohen, E. (1996). *Análise Financeira*. Lisboa: Editorial Presença.

Corrar, L., Paulo, E., & Dias Filho, J. M. (2007). *Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia*. São Paulo: Atlas.

Cosh, A., & Hughes, A. (1994). Financial Structure and Profitability: UK Companies in the 1980s. *Finance and the Small Firm*, 19-63.

Cotugno, M., Monferrà, S., & Sampagnaro, G. (2013). Relationship lending, hierarchical distance and credit tightening: Evidence from the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1372–1385.

Courtois et al., Courtois A., Martin-Bonnefous C. et Pillet M. (2010). *Gestion de Production*. Paris : Les éditions d'organisations.

Cowling, M., Liu, W., Zhang, N. (2018). Access to bank finance for UK SMEs in the wake of the recent financial crisis. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 22 (6), 903-932. doi:10.1108/IJEBr-06-2015-0126

Cressy, R. (2007). Debt Finance and Credit Constraints on SMEs. *International Handbook Series on Entrepreneurship*, 3, 187-225.

D.Zeamari, M., M. Oudgou, M. (2015). Les difficultés de financement des PME marocaines : vision critique sur des dispositifs de financement. *Conference Paper*. doi: 10.13140/RG.2.1.1951.2405

D'Mello, R., Krishnaswami, S. & Larkin, P. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1209-1220.

Decreto-Lei nº 372/2007, de 6 de Novembro – *aprova a certificação eletrónica do estatuto de micro, pequena e média empresas* (PME). Diário da República, 1.^a série N.º 213, 8080-8084.

Degryse, H.; Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The Impact of Firm and Industry Characteristics on Small Firms' Capital Structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431- 447.

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of belgian firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3), 573–587.

D'Espallier, B., & Guariglia, A. (2012). Does investment opportunities bias affect the investment-cash flow sensitivities of unlisted SMEs? *The European journal of finance*, 1-25. doi : 10.1080/1351847X.2012.752398

Diamond, D. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97(4), 828–862.

Dias, M. (2013). *A Rentabilidade das Indústrias Nacionais de Cortiça: na Ótica da Gestão de Tesouraria*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto.

Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(3), 293-324.

Duarte, C. A. (2009). *Gestão de Tesouraria: Técnicas Aplicáveis a uma Organização*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro.

Elliehausen, G. E., & Wolken, J. D. (1993). The Demand for Trade Credit: An Investigation of Motives for Trade Credit Use by Small Business. *Federal Reserve Bulletin*, 79(10), 929-930.

Estudos da Central de Balanços. Lisboa, Banco de Portugal.

European Central Bank (2013) *Survey on the Access to Finance of Small and Medium Sized Enterprises in the Euro Area*. Germany: European Central Bank.

European Central Bank (2017) *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area*. April 2017 to September 2017.

European Commission. (2003). Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises. *Official Journal of the European Union*, L124, 36-41.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.

Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade off and Pecking Order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33. doi: 10.1093/rfs/15.1.1

Farinha, L., & Félix, S. (2014). *Uma análise de restrições de financiamento às PME portuguesas*. Artigos de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal, 3.

Ferreira, C. D. C., & Macedo, M. A. D. S. (2011). Desempenho financeiro de curto prazo no setor brasileiro de telecomunicações. Short time financial performance in brazilian telecommunications sector. *Double BLind review*, 12(4), 80-104.

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.

Ferri, M. G.; Jones. W.H. (1979). Determinantes of financial structure: a new methodological approach. *The Journal of Finance*, 34(3), 631-644.

Filbeck, G., & Krueger, M. T., (2005). An Analysis of Working Capital Management Results Across Industries. *Mid-American Journal of Business*, 20(2), 11-18.

Fortin, M. (2009). *Fundamentos e Etapas do processo de Investigação*, 3º ed. Loures, Lusociência.

Fortin, M. F. (1999). *O Processo de Investigação: Da Conceção à Realização*. Loures, Lusociência- Edições Técnicas e Científicas, Lda.

Frank, M.Z., & V.K. Goyal. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1). doi: 10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x

Gallinger, G.W.; Healey, P. B. (1991). *Liquidity Analysis and Management*. Reading M.A.: Addison-Wesley.

Gama, A. M. (2000). *Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME Industriais Portuguesas. Série Moderna Finança, nº 20, Ed. Instituto Mercado de Capitais, Associação da Bolsa de Derivados do Porto*.

Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.

Garcia-Teruel, P., & Solano, P. (2008). On the determinants of SME cash holdings: evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 127-149. doi:10.1111/j.1468-5957.2007.02022.x

Garg, A. K., & Gumbochuma, M. I. (2015). Relationship between working capital management and profitability in JSE listed retail sector companies. *Investment Management and Financial Innovations*, 12(2-1), 127–135.

Gentry, J.A., Vaidyanathan, R., & Lee, H.W. (1990). A Weighted cash conversion cycle. *Financial Management*, 19 (1), 90-99.

Gertler, Mark., & Simon Gilchrist. (1994). Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109 (2), 309- 340. doi: 10.2307/2118465

Gitman, L. J. (2002). *Princípios de administração financeira – essencial*, 7º ed. São Paulo: Addison Wesley.

Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. S. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269–1282. doi: 10.1080/09603100500387139

Gschwandtner, A. (2005). Profit persistence in the very long run: evidence from survivors and exiters. *Applied Economics*, 37(7), 793–806. doi: 10.1080/0003684042000337406

Haas, R., & Lelyveld, I. (2010). Internal capital markets and lending by multinational bank subsidiaries. *Journal of Finance Intermediation*, 19(1), 1–25.

Hoque, M. (2017). Mental budgeting and the financial management of small and medium entrepreneurs. *Journal Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1291474 doi:10.1080/23322039.2017.1291474

Hulley, S. B., & al (2008). *Delineando a Pesquisa Clínica: uma abordagem epidemiológica*, 3ªed. Porto Alegre, Artmed Editora.

Instituto Nacional de Estatística (2017). *Empresas em Portugal: 2015*. Lisboa: INE.

Islam, S. (2012). Manufacturing Firms' Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 7(6), 172-184. doi: 10.5539/ijbm.v7n6p172

Jovanovic, B. (1982). Selection and evolution of industry. *The Econometrica Society*, 50(3), 649–670. doi: 10.2307/1912606

Karlan, D., Schoar, A. (2018). The Impact of Consulting Services on Small and Medium Entreprises: Evidence from a Randomized Trial in Mexico. *Journal of political economy*, 126 (2). doi:10.1086/696154

Kelly, M., & McGowen, J., (2010). *BUSN*, 3rd ed. Mason, OH: Cengage Learning.

Kersten, R., Harms, J., Liket, K., Maas, K. (2017). Small Firms, large Impact? A systematic review of the SME Finance Literature. *World Development*, 97, 330–348. doi:10.1016/j.worlddev.2017.04.012

Khramov, V. (2012). Asymmetric effects of the financial crisis: Collateral-based investment cash flow sensitivity analysis. *IMF Working Paper*.

Kim, H.; Kim, J., & Woods, D. (2011). Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30(3), 568-574. doi: 10.1016/j.ijhm.2010.10.004

Kinda, T., Plane, P., & M. Veganzones-Varoudakis. (2011). Firm productivity and investment climate in developing countries: How does middle east and north Africa manufacturing perform. *The Developing Economies*, 49(4), 429-462. doi: 10.1111/j.1746-1049.2011.00146.x

Kumar, S., Colombage, S., & Rao-Melancini, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132. doi:10.1108/IJMF-09-2014-0135

La Rocca, M.; La Rocca, T.; Cariola, A. (2011). Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle. *Small Business Economics*, 37(1), 107-130.

Lameira, L. D. (2005). *Determinantes do Nível de Liquidez das Firms Brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas.

Lamprey, L., Frimpong, K., Morrison A. (2017). Empirical Study on the Influence of Working Capital Management on Performance of SMEs in a Developing Economy. *British Journal of Economics, Management & Trade*, 17(4), 1-10. doi:10.9734/BJEMT/2017/33579

Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19 (1), 26-38.

Leão, J., Martins, A., & J. Gonçalves. (2014). Crescimento Económico e Financiamento da Economia Portuguesa. *Boletim Mensal de Economia Portuguesa* n.º11, 52, 55-69.

Lee, N., Sameen, H., Cowling, M. (2014). Access to finance for innovative SMEs since the financial crisis. *Research Policy*. doi:10.1016/j.respol.2014.09.008

Levin, J., & Fox, J. A. (2004). *Estatística para Ciências Humanas*. São Paulo: Pearson - Prentice Hall.

Levratto, Nadine. (1990). Le financement des P.M.E par les banques; contraintes des firmes et limites de la coopération. *Revue Internationale PME*, 3(2), 193–213.

Lotti, F., Santarelli, E., & Vivarelli, M. (2009). Defending Gibrat's Law as a long-run regularity. *Small Business Economics*, 32(1), 31–44.

Lucey, B., & Bhaird, C. (2006). Capital Structure and the Financing of Smes: Empirical Evidence from an Irish Survey. *SSRN Electronic Journal*.doi: 10.2139/ssrn.905845

Lund, M., & Wright, J. (1999). The financing of small firms in the United Kingdom. *Bank of England. Quarterly Bulletin*, 39(2), 195-201.

Maness, T. S., & Zietlow, J. T. (2005). *Short-Term Financial Management*, 3 ed. South -Western: Thomson Corporation.

Marôco, J., & Bispo, R. (2005). *Estatística Aplicada às Ciências Sociais e Humanas*. Lisboa: Climepsi

Martins, A., Cruz, I., Augusto, M., Silva, P.P., & Gonçalves, P. G. (2009). *Manual de Gestão Financeira Empresarial*, 1ª Ed. Coimbra, Editora.

Matias, M. (2006). *A importância do relacionamento bancário no financiamento das PME Portuguesas: Estudo aplicado à região centro*. Tese de doutoramento, Universidade da Beira Interior.

Menezes, H. (1996). *Princípios de Gestão Financeira*, 6.ª Ed. Lisboa: Editorial Presença.

Menezes, H. C. (1999). *Princípios de Gestão Financeira*, 7.ª Ed. Lisboa: Editorial Presença.

Menezes, H. Caldeira (2001). *Princípios de Gestão Financeira*. Lisboa: Editorial Presença.

Menezes, H. Caldeira (2005). *Princípios de gestão financeira*, 10.ª Ed. Lisboa: Editorial Presença.

Michaelas, N.; Chittenden, F.; Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12, 113-130.

Mikan, R., Martelo, R., & Montero, P. (2018). Treasury Management of Small and Medium-Sized Enterprises. *International Journal of Engineering and Technology*, 10(1), 154-161. doi: 10.21817/ijet/2018/v10i1/181001066

Modigliani, F., & M. H. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Moreira, J. (1998). *Análise Financeira de Empresas*, 2º ed. Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.

Moreira, J. (2001). *Análise Financeira de empresas: da teoria à prática*, 4.ª Ed. Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.

Mota, A. G., Costa, C. (2012). *Finanças da empresa*, 7ª Edição. Lisboa, Editora, bnomics.

Mota, A., Barroso, C., Nunes, J., & Ferreira, M. (2006). *Finanças Empresariais – Teoria e Prática* 2ªed. Lisboa: Publisher Team.

Mota, G. A. (2012). *Finanças da empresa Teoria e Prática*, 4ª Edição Revista e Corrigida. Lisboa, Editora, Edições Sílabo.

Mukaka, M. (2012). Statistics COrner: A guide to appropriate use of Correlation coefficient in medical research. *Malawi Medical Journal*, 24(3), 69-71.

Müller, E., & Zimmermann, V. (2009). *The importance of equity finance for R & D activity*. *Small Business Economics*, 33(3), 303–318.

Muneer, S., Ahmad, R. A., & Ali, A. (2017). Impact of Financial Management Practices on SMEs Profitability with Moderating Role of Agency Cost. *Information Management and Business Review*, 9(1), 23-30. doi: 10.22610/imbr.v9i1.1593.g1399

Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575- 592.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investments decisions: when firms have information that inventors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Myers, S. C., Brealey, R. A. & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais*, 8ª ed. McGraw-Hill.

Myers, S., & Rajan, R. (1995). Liquidity and the rise of financial intermediation, in Proceedings. *Federal Reserve Bank of Chicago*, 427–446.

Myers, S., & Rajan, R. (1998). The paradox of liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771.

Nabais, C. & Nabais, F. (2011). *Prática Financeira I: Análise Económica e Financeira*, 6ªed. Lisboa: Lidel.

Nabais, C., & Nabais, F. (2007). *Prática Financeira II - Gestão Financeira* 2ªed. Lisboa: Lidel.

Nabais, C., & Nabais, F. (2011b). *Prática Financeira II – Gestão Financeira* 4ªed. Lisboa: Lidel-Edições Técnicas, Lda.

Neto & Filho, J. (2007). *Capital de Risco para Capitalização das Pequenas e Médias Empresas: um estudo bibliográfico sobre os critérios para capitalização*. IV Congresso Nacional de Excelência de Gestão.

Neves, J. C. (2000). *Análise Financeira - Vol. I Técnicas Fundamentais* 12ªed., Vol. I. Lisboa: Texto Editora.

Neves, J. C. (2012). *Análise e Relato financeiro - Uma Visão Integrada de Gestão*. Lisboa: Texto Editores.

Neves, João Carvalho. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*, 2ªedição. Lisboa: Texto Editora.

Niskanen, M., & Niskanen, J. (2007). Cash Holdings in Finnish SMEs. *University of Kuopio, School of Business and Administration*.doi:10.2139/ssrn.968410

Nobanee, H. (2009). Working Capital Management and Firm's Profitability: *An Optimal Cash Conversion Cycle*. doi: 10.2139/ssrn.1471230

Norton, E. (1990). Similarities and differences in small and large corporation beliefs about capital structure policy. *Small Business Economics*, 2, 229-245.

Nunes, P.M., Z. Serrasqueiro, J. Leitão. (2012). Is there a linear relationship between R&D intensity and growth? Empirical evidence of non-high-tech vs. high-tech SMEs. *Research Policy*, 41(1), 36-53.

Nwankwo, O., & G. Osho (2010). An Empirical Analysis of Corporate Survival and Growth: Evidence from Efficient Working Capital Management. *International Journal of Scholarly Academic Intellectual Diversity*, 12(1), 1-13.

Nyanchama, O. P., & LONG, W. (2019). Factors contributing to transformation process in kenya's manufacturing sector. *Revista de Inovação e Sustentabilidade*, 10(3). doi: 10.23925/2179-3565.2019v10i3p59-65

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.

Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (1-2), 175- 298. doi: 10.1111/1468-5957.00370

Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.

Ozkan, Aydin. (2000). An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, 6(2), 197-212.

Padachi, K. (2006). Trends in working capital management and its impact on firms' performance: An analysis of mauritian small manufacturing firms. *International Review of Business Research Papers*, 2(2), 45-58.

Pastor, C. C., & Gama, P. M. (2013). Determinant factors of cash holdings: Evidence from Portuguese SMEs. *International Journal of Business and Management*, 8(1), 104-112.

Peñaloza, V. & Nobre, J. O. (2005). Estrutura de capital das pequenas e médias empresas (PMEs) do sector de software de Fortaleza. In: *EGEPE. 4., Curitiba, Anais... Curitiba*, 1162-1172.

Pereira, H., Tavares, F., Pacheco, L., & Carvalho, C. (2010). Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas do vinho verde. *Revista Universo Contábil*, 11(3), 110-131.doi: 10.4270/ruc.2015324

Pestana, M., & Gageiro, J. (2005). *Análise de dados para Ciências Sociais. A complementaridade do SPSS*. Lisboa: Edições Sílabo.

Petersen, M. A., & Rajan, R.G. (1994). The benefits of lending relationships: evidence from small business data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3-37.

Peyrard, J. (1992). *Gestão Financeira com exercícios*, 1ªed. Lisboa: Publicações Dom Quixote.

Pinheiro, I.; Cunha, S. Carvajal, S.; Gomes, G. (2009). *Estatística básica – arte de trabalhar com dados*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Pinto, C., Rodrigues, J., Melo, L., Moreira, M. & Rodrigues, R. (2006). *Fundamentos de Gestão*, 1ºed. Barcarena: Editorial Presença.

Plant, A. C. (2007). *The retail game: Playing to win: a guide to the profitable sale of goods and services*. Douglas and McIntyre Ltd.

Pony L. (2017). La Gestion du Risque de Micro-crédit : La Nécessité du Diagnostic Financier : Cas de la PME MIGEG Microfinance S.A. *European Scientific Journal* ,1(19). doi: 10.19044/esj.2017.v13n19p292

Proença, P. (2012). *Determinants of capital structure and financial crisis impact: evidence from portuguese SMEs*. (Dissertação de Mestrado, Instituto Universitário de Lisboa – ISCTE Business School). Retrieved from https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/4942/1/2012_Tese%20Mestrado_Pedro%20Proen%C3%A7a

Quartey, P., Turkson, E., Abor, J., Iddrisu, A. (2017). Financing the growth of SMEs in Africa: What are the constraints to SME financing within ECOWAS? *Review of Development Finance*. doi:10.1016/j.rdf.2017.03.001

Raheman, A., & Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability – case of pakistani firms. *International Review of Business Research Papers*, 3(1), 279–300.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Richert, M. (2017). An Energy Management Framework Tailor-Made for SMEs: Case Study of a German Car Company. *Journal of Cleaner Production*. doi:10.1016/j.jclepro.2017.06.139

Rocha, F., & Amaral, H. (2007). *A Explicação da Escolha da Estrutura de Capital por Modelos de Ajuste Parcial: Uma Aplicação no Brasil*. XXXI Encontro da ANPAD.

Rocha, R. A. O. (2008). *A decisão de financiamento empresarial: Aspectos a ponderar. Grau de Licenciatura em Economia e Gestão*. Licenciatura em Economia e Gestão, Universidade Jean Piaget de Cabo Verde.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J.F. (1995). *Administração financeira*. São Paulo: Atlas. Sá, Ana. (2012). *O Papel do Fundo de Maneio das Pequenas e Médias Empresas*. (Dissertação de Mestrado, Escola Superior dos Estudos Industriais e de Gestão). Retrieved from https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/1164/1/DM_AnaSa_2012

Saddour, K. (2006). *The determinants and the value of cash holdings: evidence from French firms*. Centre de Recherches sur la Gestion (CEREG).

Saias, L., Carvalho, R., & Amaral, M. C. (1998). *Instrumentos Fundamentais de Gestão Financeira*, 3ª ed. Lisboa: Universidade Católica Editora.

Schinck, A., & Sarkar, S. (2012). *Financial Bootstrapping: a critical entrepreneurship skill*. Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia da Universidade de Aveiro, 20, 1-24.

Scott, J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *Bell Journal of Economics*, 7(1), 33-54.

Serrano, S. (2016). Supply chain finance for small and medium sized enterprises: the case of reverse factoring. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 46 (4). doi:10.1108/IJPDLM-07-2014-0165

Serrasqueiro, J. N. (2014). *Working capital management impact on profitability: Empirical study based on portuguese firms*. Dissertação de Mestrado, Católica Lisbon School of Business and Economics.

Serrasqueiro, Z. (2001). *Financiamento das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas: Fontes de Capital Externas na Perspetiva do Lado da Procura*. Tese de Doutoramento, Universidade da Beira Interior.

Serrasqueiro, Z. (2003). *Influência dos proprietários e/ou gestores nas decisões de financiamento das PME*. *Gestión científica empresarial: temas de investigación actuales*, 335-348.

Serrasqueiro, Z. S., Armada, M. R. E Nunes, P. (2011). Pecking-order theory versus Trade-Off theory: Are services SME's capital structure decisions diferente? *Service Business*, 5, 381. doi: 10.1007/s11628-011-0119-5

Serrasqueiro, Z., & Nunes, P.M. (2016). Determinants of Growth in Portuguese Small and Medium-Sized Hotels: Empirical Evidence Using Panel Data Models. *Tourism Economics*, 22(2), 375-396.

Serrasqueiro, Z., Leitão, J., & Smallbone, D. (2018). Small- and medium-sized enterprises (SME) growth and financing sources: Before and after the financial crisis. *Journal of Management & Organization*, 1-16.doi:10.1017/jmo.2018.14

Serrasqueiro, Z., Matias, F. & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 28, 13-28. doi: 10.18089/DAMeJ.2016.28.2

Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., & Armada, M. R. (2016). Capital Structure Decisions: Old Issues, New Insights From High-Tech SMEs. *The European Journal of Finance*, 22(1), 59-79.

Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M., & Silva, J. V. (2016). The Influence of Age and Size on Family-Owned Firms` Financing Decisions: Empirical Evidence Using Panel Data. *Long Range Planning*, 49(6), 723–745.

Shaikh, S., Shah, A., Ashraf, F. (2017). Credit Obtaining Challenges Faced by Micro and Small and Medium Enterprises SMEs. *KASBIT Business Journal (KBJ)*, 10, 57-80.

Sharpe, W. F., Alexander, G., & Bailey, J. (1995). *Investments*, 6^aed. Upper Saddle River. New Jersey: Prentice Hall.

Shim, J. K., & Siegel, J. G. (2007). *Financial Management*, 3^aed. New York: McGraw Hill Companies.

Silva, Eduardo SÁ. (2013). *Gestão Financeira: Análise de Fluxos Financeiro*, 5^aed. Porto: Vida Económica.

Silva, J., & Ferreira, P. (2014). *Princípios de gestão financeira*. Letras e Conceitos, Lda.

Sogorb-Mira, F. (2001). On Capital Structure in the Small and Medium Enterprises: The Spanish Case. *Universidad Cardenal Herrera – CEU*.doi: 10.2139/ssrn.277090

Sogorb-Mira, F. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from A 1994-1998 Spanish Data Panel. *Small Business Economics*, 25, 447-457.doi: 10.1007/s11187-004-6486-8

Song, H. S. (2005). *Capital Structure Determinants*. An Empirical Study of Swedish Companies.

Sørensen, C. K., Ibáñez, D. M., & Ross, C. (2009). Modelling loans to non-financial corporations in the euro área. European Central Bank Working Paper Series, N° 989.

Sousa, A. (1990). *Introdução à gestão*, 2^aed. Atlas.

Tavares, F. O., Pacheco, L., & Almeida, E. F. (2015). Financiamento das pequenas e medias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal. *Revista de Administração*, 50(2), 254-264.doi: 10.5700/rausp1198

Teruel, P. e Solano, P. (2004). Determinants of short term debt: an empirical research of spanish small firms. *Research Article*, 25(6), 579-602.

Titman, S., &Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1) 1-19.

Vasques, T. Q. (2008). *Determinantes da Liquidez nas Empresas: Uma Investigação das Especificidades Brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas.

Vidigal da Silva, J., & Silveira, F. (2014). *Princípios de Gestão financeira*, 1^a Edição, Lisboa, Rei dos Livros.

Vieira, E., & Novo, J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Revista Estudos do ISCA- série IV-nº2*.

Vos, E., & Shen, Y. (2007). The Happy Story Told by Small Business Capital Structure. *20th Australasian Finance & Banking Conference*, 12-14. doi: 10.2139/ssrn.1000293

Wang, Y.-J. (2002). *Liquidity management, operating performance, and corporate value: evidence from Japan and Taiwan*. *Journal of Multinational Financial Management*, 12(2), 159-169.

Warner, J. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance*, 32(2), 337-347.

Wilson, N., Singleton, C. & Peel, M. (1997). *Banking relationships and financial constraints to growth: an empirical study of small businesses*. Frontiers of Entrepreneurship Research Edition.

Wyn, J. (1998). The fourth wave. *Best's Review*, 99, 53–57.

Xará, J. S. (2013). *Determinantes da liquidez: Evidência Empírica nas PME*. Dissertação Mestrado, Universidade de Aveiro.

Yin, R. K. (2005). *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Porto Alegre, RS: Bookman.

Yin, R. K. (2010). *Estudo de caso: planejamento e métodos*, 4^aed. Porto Alegre: Bookman.

Zietlow, J., Hankin, J., & Seidner, A., (2007). *Financial management for nonprofit organizations: Policies and practices* (1st ed.). Hoboken, NJ: Wiley.

Zingales, L. (2000). In Search of New Foundations. *The Journal of Finance*, 55, 1623-1653.